

Perspectivas de inversión para 2025

Rompiendo barreras



Autores

Karen Ward

Estratega jefe de mercados de EMEA

Tilman Galler

Estratega global de mercados

Maria Paola Toschi

Estratega global de mercados

Hugh Gimber

Estratega global de mercados

Vincent Juvyns

Estratega global de mercados

Aaron Hussein

Estratega global de mercados

Max McKechnie

Estratega global de mercados

Natasha May

Analista global de mercados

Zara Nokes

Analista global de mercados

Resumen

- Nuestro principal escenario es que la agenda política del presidente Trump favorecerá el crecimiento. Sin embargo, seguirá habiendo riesgos, en especial si el equilibrio entre las medidas de estímulo fiscal, los aranceles y los controles a la inmigración genera más inflación que crecimiento real.
- Un renovado enfoque en las políticas *America First* provocará respuestas en otras regiones, particularmente en Europa y China, donde se esperan acciones de estímulo monetario y/o fiscal a gran escala.
- En lo que respecta al liderazgo en los mercados de renta variable, cómo evolucione el *boom* tecnológico tendrá más importancia que quién resida en la Casa Blanca. En nuestra opinión, las tecnológicas han obtenido ya sus mayores ganancias y, conforme sus productos van encontrando su aplicación dentro de la economía, la siguiente fase de evolución tecnológica supondrá un aumento de los precios de los activos de otros sectores de los índices globales.
- Es tentador pensar que la reelección de Trump reforzará el mejor comportamiento estadounidense. Sin embargo, conviene recordar que las expectativas que reflejan las acciones europeas ya son de por sí bajas, y no se trata tanto de lo que se compra, sino de lo que se paga por ello. El mercado británico nos resulta especialmente atractivo.
- Para los inversores multiactivo, el actual panorama de inversión exige replantearse el concepto de diversificación e incorporar a las carteras bonos para generar rentas y protegerse de la recesión, pero también activos capaces de comportarse adecuadamente en periodos de alta inflación.

Muchos factores en juego

Probablemente, la reelección de Donald Trump tendrá importantes repercusiones más allá de EE. UU. A nivel interno, el presidente entrante aplicará casi con toda probabilidad más medidas de estímulo fiscal que harán que los gobiernos de otras partes del planeta, en especial los de Europa y China, no tengan más elección que replicarlas para compensar cualquier efecto económico negativo que se derive de las políticas comerciales proteccionistas de EE. UU.

En principio, los mercados de riesgo deberían seguir celebrando estas perspectivas de estímulo, razón por la que pensamos que la predisposición al riesgo sigue estando justificada. Sin embargo, es fundamental que los inversores tengan en cuenta el riesgo bajista de que la inestabilidad geopolítica provoque una caída en la confianza de las empresas y una recesión, así como la posibilidad de que la inflación resurja y empuje al alza tipos de la renta fija.

Impuestos y aranceles: dos corrientes cruzadas

Antes de las elecciones, la economía estadounidense parecía moderarse por el fin de los ahorros que los hogares habían acumulado durante la pandemia. El empleo, en concreto, daba signos de estar enfriándose, pero de una forma tranquilizadamente ordenada. El hecho de que la mayoría de los hogares y las empresas estuviesen consiguiendo gestionar bien unos tipos de interés más altos era un signo alentador del buen estado de la economía estadounidense. El enfriamiento de la actividad trajo consigo una reducción de las presiones inflacionarias y perspectivas de que la relajación monetaria pudiese ser notable.

Ahora, la reelección de Donald Trump abre la puerta

a posibles medidas de estímulo fiscal adicionales. Probablemente, el paquete tributario que el presidente electo aprobó durante su primer mandato se prorrogará en su totalidad en lugar de vencer a finales de 2025, tal y como la legislación prevé actualmente. Trump se ha referido también a la posibilidad de reducir el tipo del impuesto de sociedades del 21% al 15%, favorecer a los hogares con recortes tributarios adicionales como la eliminación de los impuestos a las propinas y las horas extra, y desregular una serie de ámbitos.

En cambio, existen dos riesgos que podrían moderar un desenlace tan positivo y que deberemos vigilar durante 2025. El primero de ellos tiene que ver con los grandes déficits presupuestarios actuales y la previsión de que más estímulo perturbe a los mercados de bonos, haciendo que lo que entre en los bolsillos por las bajadas de impuestos salga de ellos en forma de tipos hipotecarios y de préstamos corporativos más altos si los tipos del Tesoro a largo plazo van al alza. El segundo es que los aranceles perjudiquen la confianza de los consumidores y las empresas.

Sin duda, el presidente Trump está pidiendo mucho a los inversores en bonos (**Gráfico 1**). Con las políticas actuales, parece que el déficit fiscal permanecerá ya en el orden del 7%-8% durante la próxima década y que la deuda como porcentaje del PIB aumentará por encima del 120% (**Gráfico 2**).

Gráfico 1: El estímulo adicional disparará el déficit fiscal estadounidense hasta niveles extraordinarios

Composición del déficit federal estadounidense

% del PIB

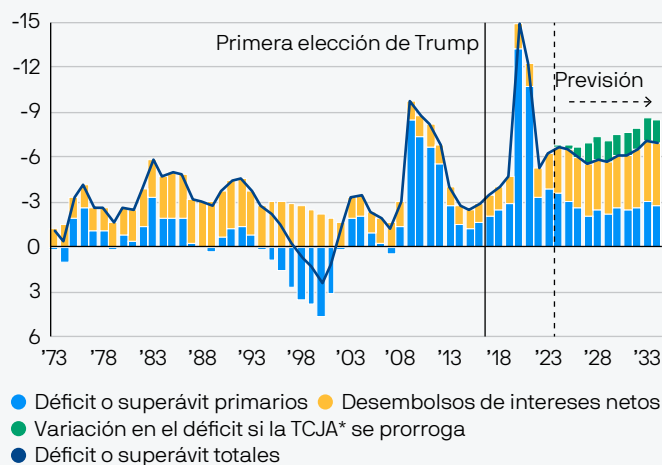
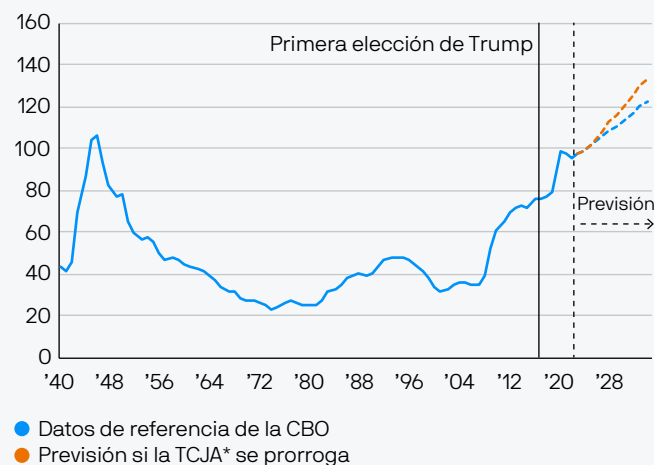


Gráfico 2: Una deuda pública en permanente aumento podría perturbar los mercados de bonos

Deuda federal de EE. UU.

% del PIB



Fuente: (Todos los gráficos) Oficina de Análisis Económico de EE. UU. (BEA), Oficina Presupuestaria del Congreso de EE. UU. (CBO), Tesoro estadounidense, J.P. Morgan Asset Management. Las previsiones están basadas en el presupuesto y las previsiones económicas más recientes de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) y datos internos de J.P. Morgan Asset Management. * TCJA hace referencia a la Ley de Empleo y Rebajas Fiscales (Tax Cuts and Jobs Act) de 2017, de la que algunas disposiciones vencerán el 31 de diciembre de 2025, salvo que se prorroguen. Los años mostrados son ejercicios fiscales. A 12 de noviembre de 2024.

De momento, los mercados de bonos han digerido relativamente bien la victoria por goleada republicana. En adelante, el nivel de subidas de las tires dependerá de cómo interactúen entre sí las potenciales medidas de estímulo fiscal adicionales y materialización de otras de las promesas electorales.

Abordar la inmigración fue uno de los grandes temas de la campaña de Trump, quien ha prometido implementar severas restricciones y llevar a cabo deportaciones a gran escala. El último intento de deportación que llegó a materializarse tuvo lugar en 1956 bajo el mandato del presidente Eisenhower, quien expulsó a aproximadamente 1,3 millones de inmigrantes. Sin embargo, si el actual proyecto de deportación resulta ser factible en la práctica, es probable que unos controles fronterizos mucho más restrictivos, mayores requisitos para obtener asilo y la perspectiva de inspecciones laborales tengan un importante efecto disuasorio tanto sobre los migrantes potenciales como sobre los empleadores estadounidenses, lo cual afectará al mercado de empleo. Conviene recordar que, pese a disgustar claramente al electorado, el masivo incremento de la inmigración en los últimos años ha influido decisivamente en la capacidad de EE. UU. para mantener una alta tasa de crecimiento y, al mismo tiempo, reducir la inflación. Ahora, una caída importante en el número de trabajadores migrantes podría reactivar las presiones salariales y la amenaza inflacionaria.

Además, las presiones de costes en las empresas podrían aumentar si el autoproclamado «Tariff Man» aplica unos aranceles altos y generalizados a las importaciones. Trump ha declarado que gravará con un 60% todas las mercancías que entren en EE. UU. desde China y con un 10%-20% aquellas que lleguen desde cualquier otra parte del mundo.

A este respecto, surge la pregunta de si la amenaza se cumplirá desde el primer día de mandato o si se trata de un punto de partida para la negociación.

En nuestra opinión, los aranceles anunciados se aplicarán en el caso de China, ya que tanto los republicanos como los demócratas lo consideran unánimemente un «socio comercial desleal». Mientras que el porcentaje del 60% llama poderosamente la atención, conviene señalar que el volumen de comercio entre EE. UU. y China ya ha caído de manera significativa desde el primer mandato del presidente Trump (**Gráfico 3**). Los procesos de *friend-shoring* y *near-shoring* se han desarrollado sorprendentemente rápido, en parte gracias a que las propias empresas chinas han trasladado su producción a otros lugares, como por ejemplo México.

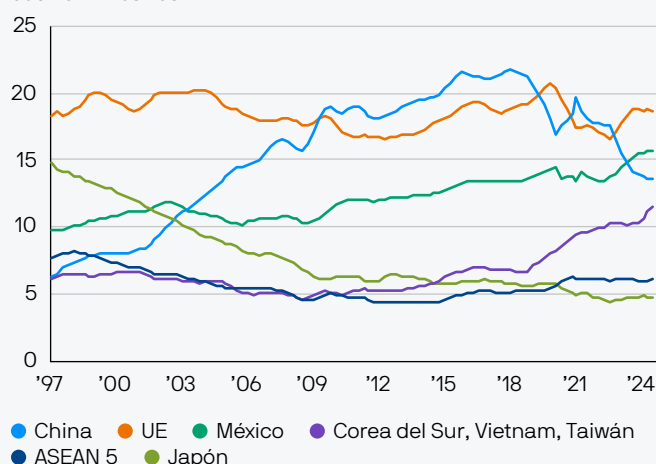
Aunque los impuestos generalizados a todas las demás regiones exportadoras tendrían efectos más profundos, queda por despejar la incógnita de hasta dónde querrá Trump llegar con ellos. Por una parte, tanto él como los miembros de su equipo —como por ejemplo su ex negociador comercial, Robert Lighthizer— tienen una clara predisposición ideológica a este tipo de impuestos. No creen en las ventajas del libre comercio y ven en los aranceles un método sencillo para captar ingresos con los que financiar las rebajas fiscales internas.

Sin embargo, no está claro que el presidente vaya a poder imponer un arancel universal por decreto ejecutivo. Aunque tiene la facultad de fijar unilateralmente impuestos individuales, parece que aprobar uno para todas las regiones requeriría pasar por el Congreso y, por tanto, tardaría más tiempo. Los aranceles únicos tienen, además, más riesgos desde el punto de vista económico. En los

Gráfico 3: La cuota de China en las importaciones estadounidenses ya se ha reducido notablemente

Cuota en las importaciones estadounidenses

% del total de importaciones de bienes y servicios, media móvil de cuatro trimestres

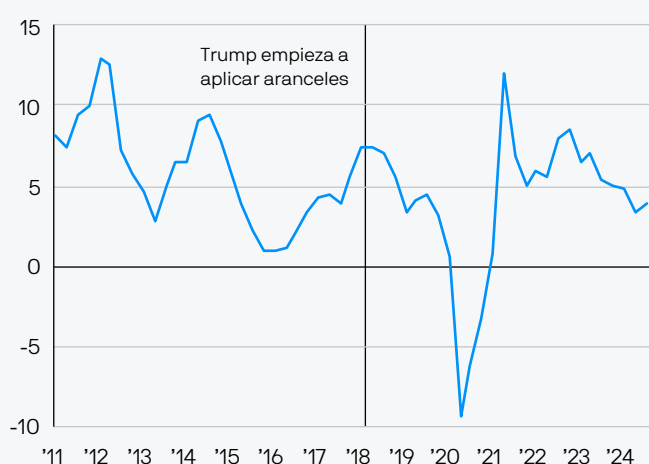


Fuente: LSEG Datastream, Oficina del Censo de EE. UU., J.P. Morgan Asset Management. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 4: La última guerra comercial coincidió con una fuerte caída en la inversión empresarial en EE. UU.

Inversión empresarial real en EE. UU.

% de variación interanual



Fuente: Oficina de Análisis Económico de EE. UU. (BEA), LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. A 12 de noviembre de 2024.

últimos años se ha visto lo poco que gusta la inflación al electorado, y un impuesto del 10%-20% a todas las importaciones de todos los orígenes tendría probablemente un mayor impacto sobre los precios en EE. UU. Además, la incertidumbre que generó la primera guerra comercial de Trump no llevó aparejado un descenso drástico en la inversión de las empresas estadounidenses (Gráfico 4).

Por tanto, creemos que el resto de regiones del mundo tendrán un cierto margen para negociar los aranceles. Probablemente, las negociaciones serán más difíciles para aquellas que poseen los superávits comerciales más amplios, entre ellas China, México, Vietnam y Alemania (Gráfico 5).

En todo este asunto, la Reserva Federal (Fed) se encuentra en una posición difícil, ya que sus responsables tendrán que desentrañar cómo van a impulsar la demanda las rebajas fiscales y, al mismo tiempo, entender de qué forma van a limitar la oferta las tensiones en el frente migratorio y comercial. Siempre que el resto de factores permanezcan igual, es posible que estas consideraciones hagan que la inflación aumente y, por tanto, reducirán la probabilidad de que la Fed aplique bajadas de tipos importantes durante 2025. Otro aspecto a tener en cuenta es la difícil relación entre el Trump y el presidente de la Fed, Jerome Powell. Durante su primer mandato, el primero criticó frecuentemente al segundo por no ser un «patriota», hasta el punto de publicar las siguientes declaraciones en una conocida red social: «¿Quién es nuestro mayor enemigo, Jay Powell o el presidente Xi?» Trump ha amenazado incluso con nombrar a un presidente en la sombra con el fin de supervisar más la toma de decisiones en el banco central.

Nuestra principal suposición es que la Fed será muy reacia a subir los tipos durante la presidencia de Trump, pero no tardará en responder en caso de que aparezca cualquier síntoma de debilidad en los datos. Siempre que Powell consiga conservar el favor de los inversores en bonos, una función de reacción del banco central que priorice el crecimiento debería beneficiar a los activos de riesgo.

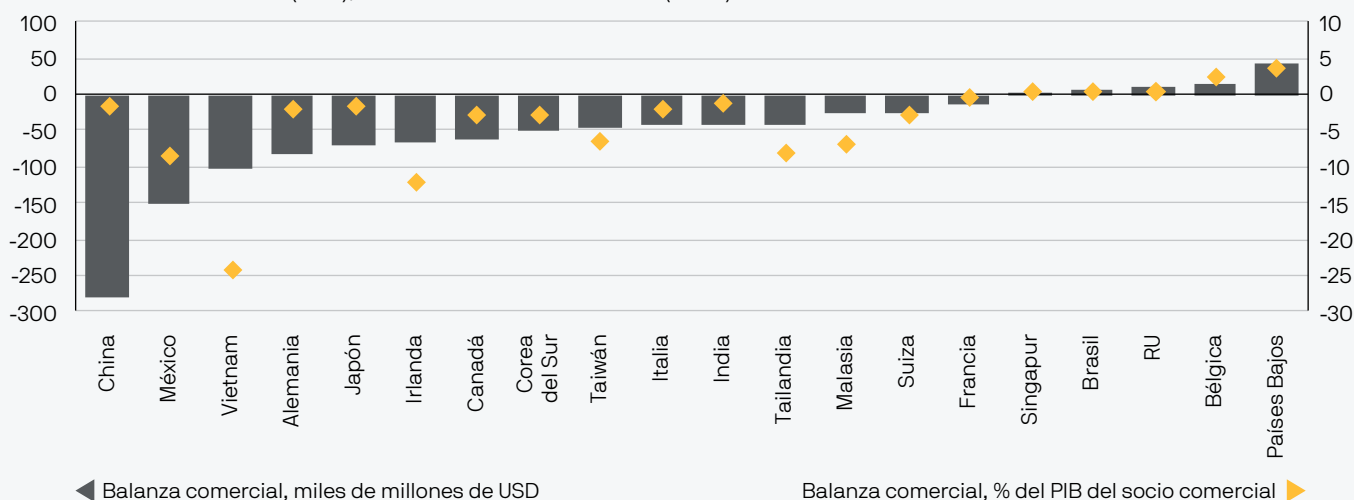


Dejando a un lado a China, creemos que el resto de regiones dispondrán de margen para negociar sus aranceles.

Gráfico 5: Los países que poseen superávits comerciales más altos podrían acusar en mayor medida la subida de los aranceles

Balanza comercial con EE. UU. por país

En miles de millones de USD (izda.); % en el PIB del socio comercial (dcha.)



Fuente: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. A 12 de noviembre de 2024.

Europa y China, obligadas a reaccionar

Pero, ¿qué implica el enfoque *America First* para el resto el mundo?

Europa y China ya tenían problemas antes de las elecciones. Al contrario de los hogares y consumidores estadounidenses, que han hecho toda una demostración de abundancia, los europeos se han mostrado precavidos y reticentes (como analizábamos en una edición reciente de nuestra publicación **En la mente de los inversores**). Mientras que los consumidores de EE. UU. no han tenido problema en gastar el dinero que habían acumulado durante la pandemia, los de Europa han seguido ahorrando (**Gráfico 6**).

Aunque esto se debe en parte al efecto de los tipos de interés (**Gráfico 7**), el miedo ha jugado sin duda un papel fundamental, ya que los costes de la energía permanecen en niveles elevados, el conflicto en Ucrania no termina y el debate sobre subir los impuestos para hacer frente a los déficits públicos ha resurgido.

Dentro de Europa, donde más brotes verdes se observan es en el Reino Unido, que parece haber iniciado una tímida tendencia alcista después de que la caída de la inflación general y el sólido crecimiento de los salarios reales haya revitalizado el consumo. El reciente presupuesto del nuevo Gobierno laborista prevé importantes subidas de impuestos, pero contiene aún más gasto público. Y puesto que dicho gasto se concentrará en el principio del mandato, tiene el potencial de generar un impulso positivo neto en el crecimiento durante 2025.

El Reino Unido, que posee un sector manufacturero muy pequeño, es también menos vulnerable que la zona euro a la actual debilidad comercial global, y gran parte de la recuperación de todo el mundo en los últimos años ha estado motivada por la demanda de servicios.

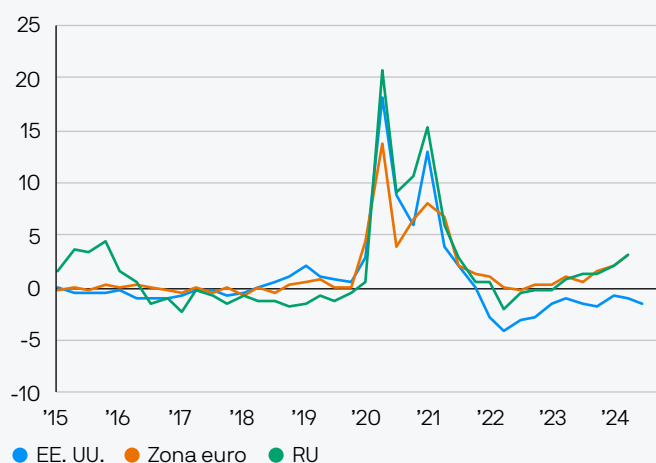
Es probable que la escasa demanda de mercancías a nivel global sea una mera resaca de la pandemia. Durante los confinamientos, los hogares concentraron su gasto en bienes y, cuando estos terminaron, pasaron a consumir más servicios para compensar las experiencias perdidas. Sería de esperar que los patrones de gasto se normalizasen en algún punto; de hecho, actualmente hay muchas evidencias de una edad media muy alta de los bienes duraderos, como los coches.

La debilidad persistente en la demanda de China es también un factor importante, ya que su recuperación tras la pandemia ha sido mucho menos sólida que la de Europa. La resaca de toda una década de auge en la construcción ha ido debilitando progresivamente los precios de la vivienda. Y si tenemos en cuenta que dos tercios de la riqueza de los hogares chinos se concentran en bienes inmobiliarios, no es de extrañar que los problemas del sector hayan sido un lastre permanente para la confianza de los consumidores. Ante los problemas en el motor interno, las empresas chinas han recurrido a las exportaciones, y la intensa competencia que han generado al hacerlo ha puesto en dificultades adicionales a los fabricantes europeos.

Gráfico 6: Los consumidores estadounidenses han gastado los ahorros acumulados durante la pandemia; los europeos no

Tasas de ahorro excedente

Puntos porcentuales, tasas de ahorro en comparación con la media de 2015-2019



Fuente: Oficina de Análisis Económico de EE. UU. (BEA), Eurostat, LSEG Datastream, Oficina de Estadísticas Nacionales de Reino Unido, J.P. Morgan Asset Management. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 7: El BCE sigue pisando a fondo el freno monetario

Condiciones financieras en EE. UU. y la zona euro

Nivel del índice



Fuente: Bloomberg, Goldman Sachs, J.P. Morgan Asset Management. El índice de condiciones financieras mide la facilidad con la que el dinero y el crédito fluyen por la economía. A 12 de noviembre de 2024.

En teoría, los resultados de las elecciones en EE. UU. deberían agravar los problemas de Europa y China, pero esperamos que ambas regiones respondan al proteccionismo de Washington prestando más apoyo a sus economías.

Hasta el momento, las medidas de estímulo en China se han concentrado en ampliar y abaratar el crédito, pero cuando el problema subyacente es un endeudamiento excesivo, es dudoso que mejorar el acceso al préstamo pueda ser una solución duradera. Nuestra previsión es que la hostilidad empujará a Pekín a atacar el problema inmobiliario y de la deuda pública local de una forma más tajante y a proporcionar más estímulo fiscal directo a los hogares y las empresas.

Por otra parte, la capacidad de Europa para reaccionar con rapidez podría verse obstaculizada por sus propios problemas políticos.

En Alemania, el canciller Olaf Scholz considera la reelección de Trump y la guerra de Ucrania una «situación de emergencia» que justificaría suspender temporalmente el límite de endeudamiento¹. Sin embargo, su posición se ha topado con la resistencia del Partido Liberal Demócrata (FDP), más conservador en el plano fiscal.

Esto ha supuesto una ruptura del Gobierno de coalición que, probablemente, dará lugar a la celebración de elecciones generales el próximo mes de febrero. La pérdida de popularidad que las encuestas atribuyen actualmente al FDP indica que el partido no está viendo recompensada su responsabilidad fiscal. De hecho, a día de hoy parece que el FDP no superará el umbral del 5% del voto popular necesario para entrar en el Bundestag. No está claro que Alemania vaya a poder formar rápidamente un gobierno que posea un plan creíble para su economía interna y su postura hacia Ucrania. Desde nuestro punto de vista, y teniendo en cuenta que los déficits previstos en EE. UU. para los próximos 10 años tampoco parecen demasiado sensatos, la obsesión extrema de Alemania con el conservadurismo fiscal se asemeja más a una extraña conducta autodestructiva que a ninguna otra cosa.

La situación política de Francia es igualmente precaria. El pasado junio, el Gobierno de coalición presidido por Macron perdió su mayoría después de que el presidente convocase elecciones legislativas anticipadas. Desde entonces, pasaron varios meses hasta que se formó un nuevo Gobierno de coalición de centro-derecha, con la consiguiente frustración para el frente de izquierdas, que había obtenido la mayoría de escaños. El nuevo primer ministro Michel Barnier hereda una situación fiscal frágil. Mientras los pronósticos apuntan a que el déficit alcanzará el 6,1% a lo largo de 2024, Francia se encuentra ya sujeta al «procedimiento de déficit excesivo» de la Comisión Europea, que obliga al país a adoptar medidas de consolidación concretas.

Como consecuencia de ello, el nuevo plan presupuestario de París incluye 40.000 millones de EUR en recortes y subidas de impuestos por valor de otros 20.000 millones. Probablemente, la propuesta será rechazada por el Parlamento. En caso de que se intente forzar su aprobación a través de un controvertido artículo constitucional, la situación podría terminar en una moción de confianza y unas nuevas elecciones legislativas que no podrían celebrarse antes de junio de 2025.

Europa también necesita replantearse sus políticas climáticas. Aunque sin duda es admirable priorizar el futuro del planeta, otras regiones no lo hacen con el mismo sentido de urgencia. Es posible que, bajo el nuevo mandato de Trump, la brecha normativa entre Europa y otras partes del mundo se amplíe, lo cual será un obstáculo más para la industria europea. El viejo continente necesita bien adaptar sus actuales planes, bien subvencionar a las empresas afectadas y levantar sus propias barreras para protegerlas frente a la competencia de los bienes producidos en zonas con políticas medioambientales menos restrictivas.

Es tentador caer en el pesimismo y dar por supuesto que los políticos europeos no tendrán ni la urgencia ni la capacidad para encontrar la solución a estos problemas. Sin embargo, los responsables de la zona euro acostumbran a pasar a la acción en momentos de crisis. Recuérdense, por ejemplo, la respuesta del continente a la guerra en Ucrania o la cooperación pospandemia que condujo a la creación del Fondo de Recuperación de la UE, un paso extraordinario hacia la tan necesaria unión fiscal.



Los responsables de la zona euro acostumbran a pasar a la acción en momentos de crisis.

¹ El techo de deuda de Alemania restringe el déficit fiscal a un máximo del 0,35% del PIB.

Por tanto, la difícil situación actual podría volver a convertirse en vehículo de medidas de estímulo adicionales. Un gran número de países europeos cumple ahora su compromiso con la OTAN de destinar un 2% del PIB a defensa (**Gráfico 8**). Sin embargo, el presidente Trump ha declarado recientemente que la cifra debería aumentar hasta el 3% del PIB.

Puesto que el apoyo gubernamental podría tardar tiempo en llegar, será el Banco Central Europeo (BCE) el que sienta la presión en primera instancia. A diferencia de la Fed, es improbable que el BCE se encuentre con el obstáculo de la preocupación por la vuelta de la inflación. Por ello, preveemos que el banco bajará los tipos varias veces a lo largo de 2025. Además, a la vista de lo difíciles que son las actuales condiciones financieras en Europa, esta relajación de los tipos de interés podría tener un impacto sustancial sobre los sectores sensibles a ellos, y quizá incluso incentivar a los hogares a gastar una mayor parte de sus abundantes ahorros.

Es poco probable que el Banco de Inglaterra aporte tanto estímulo, ya que la demanda en el Reino Unido es sólida y existe preocupación por la rigidez del mercado laboral debido a una participación interna baja y en descenso.

Incógnitas conocidas

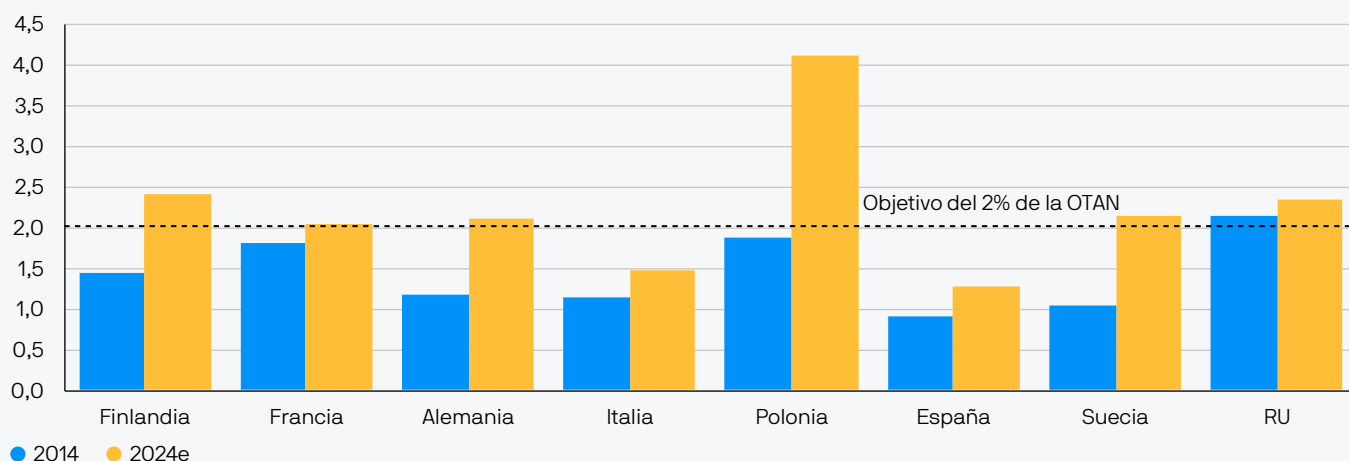
En general, hay que recordar que existe un alto grado de incertidumbre sobre cuáles serán las políticas tanto interior como exterior de EE. UU. y las respuestas que suscitarán en otras regiones. Aunque el enfoque *America First* podría conducir a un «excepcionalismo estadounidense» permanente en todas las clases de activos, creemos que con el actual múltiplo de 22x en las estimaciones de beneficios frente al de 14x de Europa, gran parte de ese optimismo relativo ya se ha visto reflejado en los mercados de renta variable (véanse las secciones El descuento de las acciones europeas, en duda y Medidas de estímulo en China y perspectivas de la renta variable de los mercados emergentes). Los inversores también deben tener muy en cuenta cómo gestionar sus asignaciones a renta variable ahora que el campo de la IA pasa de la euforia a la realidad (véase la sección La inversión en IA: más ampliación que burbuja).

Asimismo, es preciso reconocer que, más allá de las implicaciones cíclicas, el panorama actual coincide con algunas de las visiones estructurales de las que venimos hablando desde hace algún tiempo. Entre ellas se incluye el hecho de que, tras los cambios en la interacción entre las políticas fiscal y monetaria en comparación con los tiempos prepandemia, el riesgo de que la inflación sea más alta y volátil nos obliga a repensar los principios básicos de la diversificación de carteras (véase la sección Replantearse el concepto de diversificación).

Gráfico 8: Los países europeos ya gastan más en defensa, pero quizá tengan que gastar aún más para mantener su relación con EE. UU.

Gasto en defensa

% del PIB



Fuente: OTAN, J.P. Morgan Asset Management. Las estimaciones utilizadas para 2024 proceden de la OTAN. A 12 de noviembre de 2024.

La inversión en IA: más ampliación que burbuja

En 1998, un antiguo premio nobel de economía declaró lo siguiente: «de aquí a 2005 más o menos, veremos con claridad que el impacto de Internet sobre la economía no ha sido mayor que el del fax». Esta famosa cita pone de manifiesto que hasta las mentes analíticas más brillantes pueden tener dificultades para pronosticar el ritmo de avance tecnológico.

Actualmente, el consenso sobre el hecho de que la floreciente industria de la inteligencia artificial (IA) impulsará la próxima revolución tecnológica es cada vez mayor. Para los inversores, sin embargo, la pregunta más importante es si las expectativas que hoy albergan los mercados financieros son un reflejo realista de la trayectoria futura.

Las acciones de IA y su concentración en los índices

Basta un vistazo a la actual composición del S&P 500 para ver la enorme importancia que ha adquirido un reducido número de empresas relacionadas con la IA. Mientras que cada uno de los denominados «siete magníficos» está

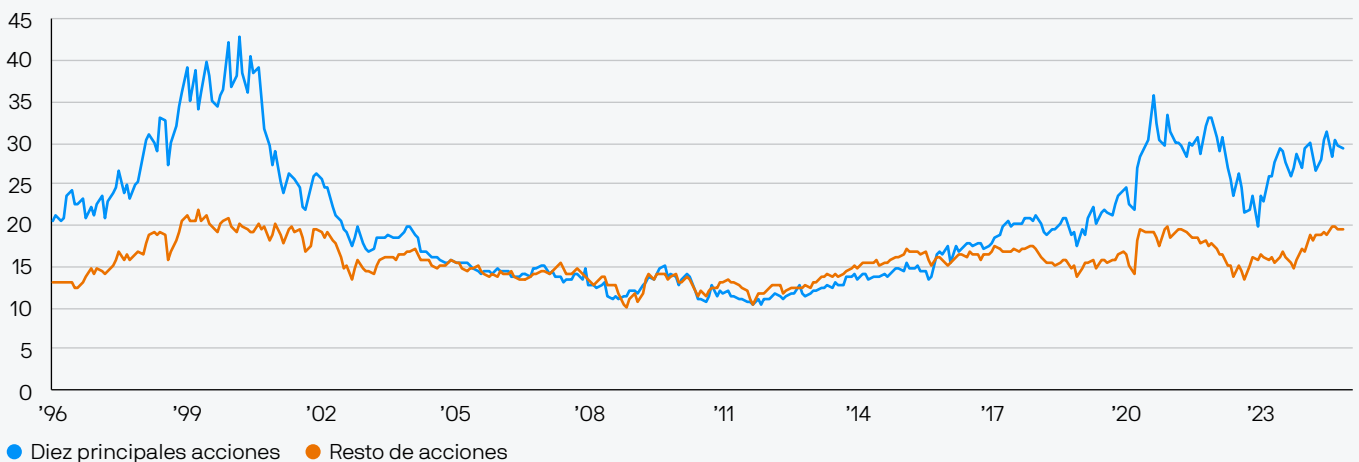
orientado a una temática distinta de la IA, a día de hoy este grupo de acciones representa aproximadamente el 35% de la capitalización bursátil del S&P 500 y ha generado el 70% de las rentabilidades desde principios de 2023. Este mejor comportamiento también ha hecho que sus valoraciones se amplíen. Mientras que el múltiplo de beneficios futuros a 12 meses al que cotiza el grueso del S&P 500 es de 19x, el de las diez principales acciones del índice es actualmente de 29x (Gráfico 9).

Es poco probable que esta diferencia de valoración entre las *megacaps* y los demás se mantenga indefinidamente. Si el amplio ecosistema de la IA genera suficientes ingresos como para justificar las expectativas de beneficios que ya se dan por supuestas en unas cuantas compañías, el «resto» debería ponerse al día con el tiempo. Si, por el contrario, el conjunto de las empresas no encuentra aplicaciones claras a estas tecnologías y no está dispuesto a pagar por ellas, lo más probable es que sean estas grandes compañías las que bajen hasta igualarse con las demás.

Gráfico 9: La divergencia entre las valoraciones de «las tecnológicas y el resto» es insostenible

Ratio PER futura de las diez principales empresas del S&P 500 en comparación con el resto

x, múltiplo



Fuente: FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Los diez principales títulos están basados en los diez mayores componentes del índice al comienzo de cada mes. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 10: El crecimiento de las ganancias ha favorecido los avances en los precios por acción

Valoraciones, beneficios y comportamiento del precio por acción de los «siete magníficos»

	Alphabet	Amazon	Apple	Meta	Microsoft	Nvidia	Tesla
Ratio PER futura a 12 meses hace 1 año	20x	48x	28x	20x	32x	31x	56x
Ratio PER futura a 12 meses hoy	21x	35x	30x	24x	31x	39x	106x
Variación en las previsiones de beneficios a 12 meses en 1 año	35%	100%	13%	54%	18%	145%	-19%
Variación del precio en 1 año	37%	46%	20%	78%	14%	207%	53%

Fuente: Oficina de Análisis Económico de EE. UU. (IBES), LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La ratio PER futura es la relación entre el precio y los beneficios empresariales a 12 meses, y se calcula utilizando las estimaciones de beneficios de IBES. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Los sólidos fundamentales de las megacaps —en relación con otras partes del S&P 500, tanto hoy como durante la burbuja tecnológica de 2000— aporta una cierta tranquilidad de que este último escenario es poco probable. Según sus informes de resultados más recientes, los «siete magníficos» poseen en conjunto un balance de alrededor de 460.000 mill. de USD. El actual diferencial de poco más de 10 puntos básicos sobre los bonos corporativos de Apple con vencimiento en 2032 es un ejemplo de la percepción que el mercado tiene de la calidad de estas empresas.

Otra diferencia fundamental con respecto a la década de 2000 es la forma en que el crecimiento de los beneficios ha favorecido gran parte del movimiento en los precios por acción (Gráfico 10). Consideremos por ejemplo a Amazon, cuya ratio PER ha pasado de 48x a 35x durante los últimos 12 meses, pero cuyo enorme crecimiento de los beneficios ha dado lugar a una rentabilidad en un año del 46%. O a Nvidia, el arquetipo de empresa de IA, cuyos múltiplos han aumentado en los últimos 12 meses y donde la variación del 145% en las expectativas de beneficios a 12 meses ha influido decisivamente en la rentabilidad del 207% del valor.

Dicho de otro modo: a diferencia de lo que sucedió durante la burbuja de las puntocom, cuando las expectativas superaban la realidad, hoy la realidad supera las expectativas (Gráficos 11 y 12).

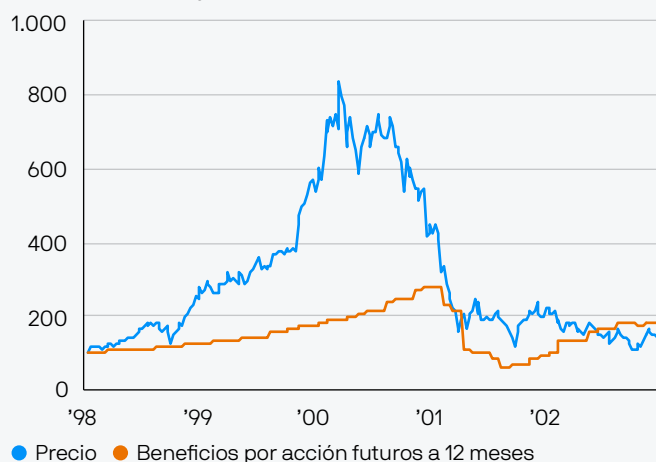
Entender la cadena de valor de la IA

Para entender cómo el resto de empresas podrían ponerse al día con las grandes tecnológicas, hay que mirar mucho más lejos en la cadena de valor de la IA (Gráfico 13). Simplificándolo mucho, las compañías de IA pueden categorizarse en cinco grandes grupos:

- **Hardware de IA** (por ejemplo, Nvidia en EE. UU., ASML en Europa y TSMC en Taiwán), que son las empresas que se encargan de diseñar y fabricar los semiconductores, un material clave para la potencia de computación;
- **Hiperescaladores de IA** (por ejemplo, Amazon Web Services o Google Cloud), que son las compañías que proporcionan la infraestructura física de la IA —como los servicios de nube y los centros de datos—, crean chips de silicio a medida y desarrollan los grandes modelos de lenguaje que posteriormente utilizan otras empresas;
- **Desarrolladores de IA**, que van desde pequeños creadores de aplicaciones a empresas de software empresarial consolidadas (como, por ejemplo, Adobe o Microsoft) y que aprovechan las tecnologías de los hiperescaladores para ofrecer soluciones a los usuarios finales;
- **Integradores de IA**, que son grandes organizaciones que disponen de una funcionalidad tecnológica suficiente para desarrollar sus propias soluciones de IA, así como de empresas de servicios de TI en las que apoyarse;
- **Servicios básicos para la IA**, donde se incluyen las empresas que, pese a verse menos afectadas directamente por la tecnología en sí, proporcionan los recursos —por ejemplo, energía, aire acondicionado, materias primas o incluso datos para entrenar modelos— que permiten que toda la cadena de valor de la IA funcione.

Gráfico 11: Durante la década de 2000, los precios se desvincularon de los beneficios

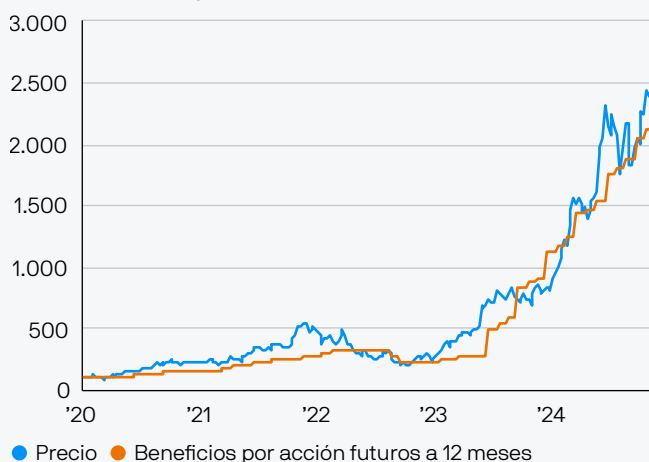
Precio por acción y expectativas de beneficios de Cisco
Nivel del índice, reajustado a 100 en enero de 1998



Fuente: Oficina de Análisis Económico de EE. UU. (IBES), LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 12: Hoy, unos beneficios en rápido aumento impulsan las valoraciones de las tecnológicas

Precio por acción y expectativas de beneficios de Nvidia
Nivel del índice, reajustado a 100 en enero de 2020



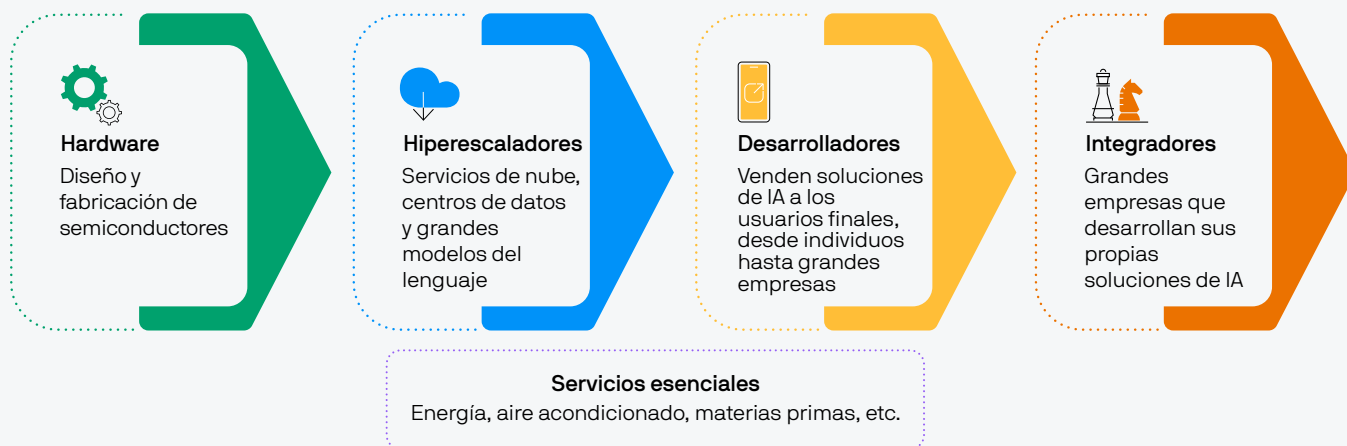
Fuente: Oficina de Análisis Económico de EE. UU. (IBES), LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

De momento, una parcela exclusiva de las megacaps

Pese a que el número de empresas que se encontrarán en algún punto en una (o más) de estas categorías es enorme, las expectativas de ganancias actuales hacen que solo se considere ganadoras a unas cuantas megacaps, y en los últimos dos años el flujo de inversiones de capital fijo (capex) en este pequeño grupo ha creado un ciclo virtuoso de beneficios.

Según datos de S&P Global, está previsto que un grupo de solo cinco hiperescaladores de IA destine más de 1 billón de USD a inversiones de capital fijo de 2024 a 2027, lo cual está generando a su vez unas enormes expectativas de ingresos para las acciones de hardware de IA. Nvidia —cuyos ingresos anuales han pasado de 4.000 mill. de USD en 2014 a 61.000 mill. de USD en 2024— es la principal beneficiaria. Al mismo tiempo, las diez principales acciones del S&P 500 ya son responsables de más del 40% del gasto en investigación y desarrollo (I+D), pese a que solo representan un 13% de los ingresos del S&P (Gráfico 14).

Gráfico 13: Entender la cadena de valor de la IA

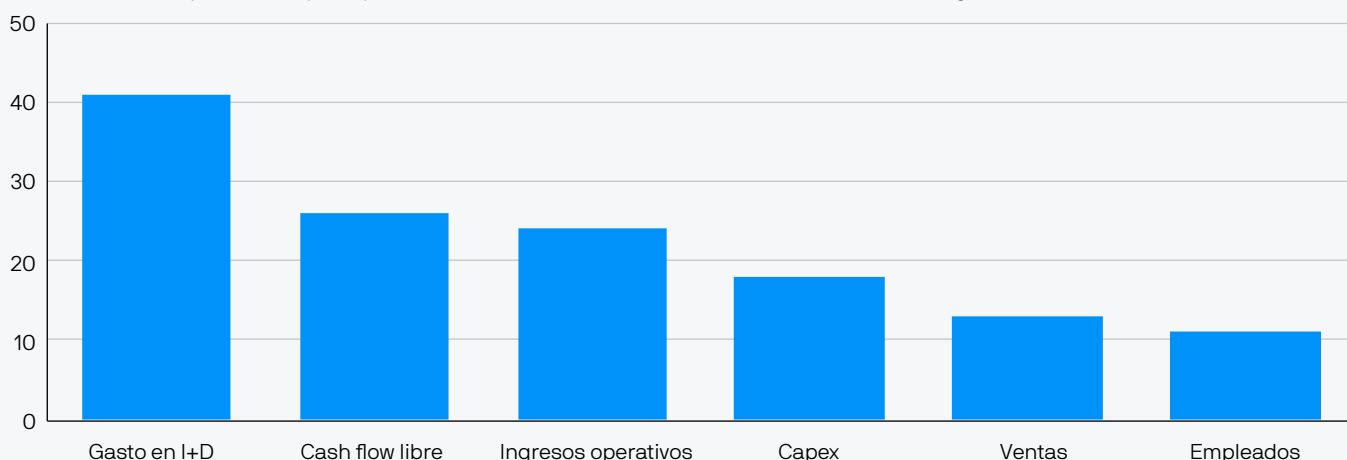


Fuente: J.P. Morgan Asset Management, noviembre de 2024.

Gráfico 14: Las tecnológicas dominan en términos de I+D, cash flow e ingresos

Concentración económica en el S&P 500

Cuota acumulada por las diez principales acciones del S&P 500 en cada una de las métricas del gráfico



Fuente: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

El retorno de la inversión, en el punto de mira

La gran brecha existente entre las expectativas de facturación de las empresas de hardware y el crecimiento de los ingresos que el ecosistema de la IA puede generar es una cuestión que ya está llamando la atención de muchos.² Si los desarrolladores y los integradores no son capaces de generar unos beneficios suficientes, esta debilidad terminará por propagarse por toda la cadena de valor. A medida que la euforia inicial en torno a la IA comienza a enfriarse, los inversores empiezan a hacerse una sencilla pregunta: «¿dónde está el dinero?»

La buena noticia para los partidarios de la tecnología es que la adopción de la IA parece ir en aumento. La encuesta global sobre la IA realizada por McKinsey a principios de este año reveló que la proporción de empresas que han adoptado la IA en al menos una de sus funciones empresariales ha pasado del 55% en 2023 al 72% en 2024, y que el salto en el porcentaje de negocios que utilizan IA generativa es aún mayor.

Pero cuantificar la ventaja en términos de ingresos resulta mucho más difícil. Mientras las previsiones siguen siendo inciertas, una gran proporción de la facturación relacionada con la IA de los proveedores de hardware procede de un reducido número de hiperescaladores. En cambio, en el caso de los desarrolladores —tanto si venden un software a un despacho jurídico para reducir la plantilla como una nueva tecnología a una farmacéutica para agilizar los ensayos de un fármaco— ese incremento de los ingresos se distribuye por toda la economía. Precisamente esto complica muchísimo la tarea de estimar los beneficios.

Evaluar las oportunidades de inversión en IA

Pero, conforme la IA avanza de la especulación a realidad, ¿en qué partes de la cadena de valor deberían posicionarse los inversores para captar su potencial de subida?

Hasta el momento, la euforia de los inversores se ha concentrado principalmente en las dos primeras de nuestras categorías (hardware e hiperescaladores), cuyas empresas integrantes suelen pertenecer a los sectores de la tecnología y los servicios de comunicación. Los altos niveles de dispersión de las valoraciones que presentan estos dos grupos sugieren que, aunque siguen albergando oportunidades para los gestores especializados, los inversores deben ser conscientes de que cualquier decepción en los beneficios podría generar una gran volatilidad. Además, aunque aún se desconoce cuál será la naturaleza de las nuevas políticas, es probable que estas categorías sean las más expuestas a la eventual intensificación de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. Los amplios márgenes actuales hacen de los aranceles una cuestión hasta cierto punto secundaria. Sin embargo, la aprobación de nuevas restricciones comerciales destinadas a restringir la disponibilidad de tecnología sofisticada plantea un riesgo mayor.

Vemos amplias oportunidades en la categoría de los servicios esenciales para la IA, donde las empresas suelen cotizar con valoraciones menos exigentes pese a que muchas están registrando ya una importante aceleración de sus ingresos. Un ejemplo está en el sector de los servicios públicos, donde se prevé que la demanda de electricidad de los centros de datos se multiplicará en una cifra superior a dos de aquí a 2026 con respecto a los niveles de 2022.

Por otro lado, no hay que descartar que, con el tiempo, los mayores ganadores de la IA sean los que hoy se encuentran en el segmento de los desarrolladores. La categoría cuenta ya con muchos aspirantes, en concreto compañías de software empresarial que están integrando la IA para mejorar sus gamas de productos. El desarrollo de Internet a principios de la década de 2000 ilustra lo mucho que se tarda a veces en ver lo realmente transformadora que puede llegar a ser una nueva tecnología. Muy pocos inversores supieron anticipar el éxito que tendrían compañías como Amazon y Uber, que más tarde se beneficiarían de las enormes inversiones de capital fijo que realizaron otras empresas, y lo mismo podría suceder ahora con la IA. Dado el alto grado de variabilidad en las perspectivas futuras de los desarrolladores menos consolidados, será fundamental adoptar un enfoque diversificado.

Por último, prácticamente todas las empresas del S&P 500 aspirarán a alcanzar el estatus de «integrador» en los próximos años. Por tanto, el principal desafío para los analistas de renta variable estará en diferenciar a aquellos negocios que se limiten a hacer promesas de aquellos que, a la luz de sus informes de beneficios, las conviertan en hechos.

En conclusión, hay que mirar más allá de las megacaps tecnológicas para encontrar oportunidades en el ámbito de la IA.

Desde nuestro punto de vista, la divergencia entre las valoraciones de las megacap tecnológicas y el resto del S&P 500 es insostenible. Sin embargo, a diferencia de lo que sucedía en la década de 2000, vemos más probable que los rezagados se pongan al día de los líderes, y no al contrario. En adelante, los inversores deberían centrarse en las oportunidades que aparecerán en toda la cadena de valor de la IA. Para ello, deben saber distinguir el potencial de beneficios futuros de lo que ya se refleja en sus precios. Las valoraciones más asequibles y las expectativas de ganancias menos exigentes que pueden verse fuera de las megacaps tecnológicas sugieren que incluso los alcistas en IA deberían posicionarse para una ampliación de los beneficios por los demás sectores en 2025.

² Véase, p. ej., <https://www.sequoiacap.com/article/ais-600b-question/>

Desafiando el descuento en las acciones europeas

A lo largo de todo 2024, el S&P 500 ha superado cómodamente tanto al FTSE All-Share como al MSCI Europe ex-UK. Como consecuencia de ello, el descuento con el que cotiza el mercado de renta variable británico con respecto al índice estadounidense ronda el 50%, y el del MSCI Europe ex-UK Index supera el 35%.

Pero, ¿está justificado este descuento sobre las acciones europeas? ¿Deben los inversores plantearse reajustar en favor de estos valores «rebajados» en Europa?

Ignorar estas preguntas puedes resultar tentador ante el hecho de que la Casa Blanca tendrá un nuevo inquilino entregado al propósito de «priorizar a EE. UU.» y que la recuperación de Europa ya era mediocre incluso antes de que previesen nuevas tensiones comerciales. Sin embargo, creemos que existen varias razones por las que los inversores deberían considerar diversificar geográficamente sus asignaciones a renta variable.

La barrera que separa a Europa de superar las expectativas es mucho más baja

Existe una gran diferencia entre las expectativas sobre las empresas estadounidenses y las europeas (Gráficos 15 y 16). Se prevé que los beneficios del S&P 500 crecerán un 14% durante los próximos 12 meses, y el índice cotiza a un múltiplo de 22 veces ese porcentaje. Por el contrario, los pronósticos apuntan a que los beneficios del MSCI Europe

ex-UK apenas se ampliarán en un 8% en los próximos 12 meses, y su múltiplo es de 14x. En cuanto al Reino Unido, el crecimiento de los beneficios del FTSE All-Share se ha estimado en un 8%, y el múltiplo en solo 11 veces esas ganancias. Por tanto, Europa ya descuenta un alto grado de rentabilidad negativa.

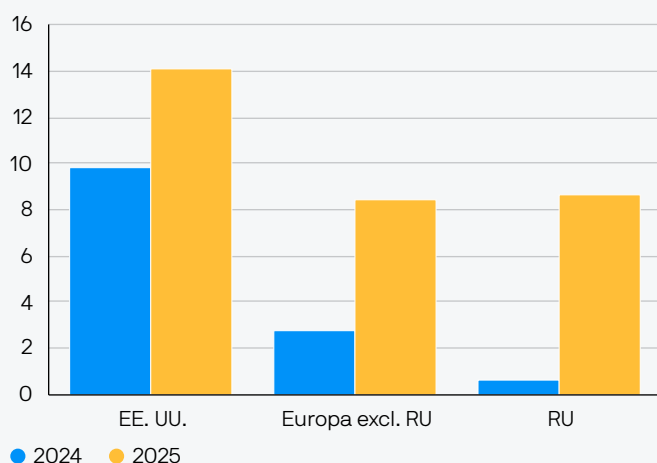
Parte del descuento en la valoración del viejo continente en los índices de referencia se debe a su composición sectorial. La región posee muchas menos empresas tecnológicas que EE. UU. y, en consecuencia, no se ha beneficiado del optimismo de los inversores hacia la IA. Los índices europeos están compuestos mayoritariamente por empresas industriales, financieras y de materias primas, que han tenido que enfrentarse a los desafíos derivados de una demanda global de bienes moderada, el temor a los préstamos improductivos, y una economía china más débil.

Sin embargo, todos y cada uno de los sectores europeos cotizan actualmente con un descuento muy por encima de lo normal en comparación con sus equivalentes estadounidenses (Gráficos 17 y 18). Lo que esto refleja es el pesimismo generalizado de los inversores en cuanto a las perspectivas de ingresos y márgenes en Europa.

Gráfico 15: Las expectativas en Europa son bajas, ya se trate del crecimiento de los beneficios...

Estimaciones de consenso sobre el crecimiento de los beneficios por acción

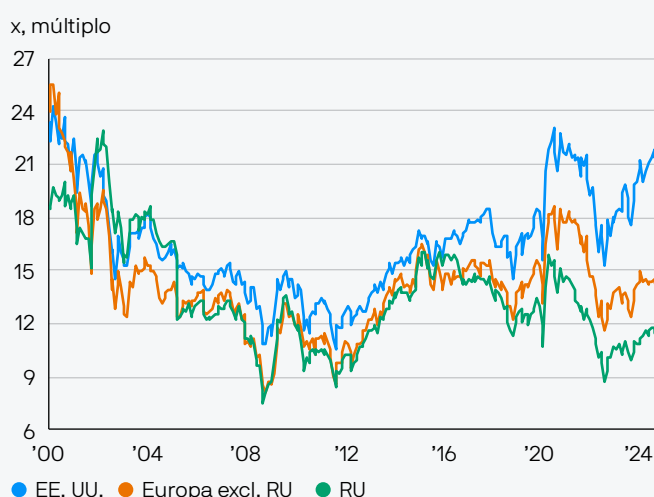
% de variación interanual



Fuente: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. EE. UU.: S&P 500. Europa excl. Reino Unido: MSCI Europe ex-UK; Reino Unido: FTSE All-Share. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 16: ... o de las valoraciones

Ratios PER futuras



Fuente: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. EE. UU.: S&P 500. Europa excl. Reino Unido: MSCI Europe ex-UK; Reino Unido: FTSE All-Share. Los datos de beneficios están basados en estimaciones a 12 meses. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Probablemente, habrá más medidas de estímulo monetario de las que el mercado espera

Creemos que, mientras que el nuevo Gobierno estadounidense subirá rápidamente los aranceles a China, sus medidas para Europa serán menos hostiles. Este factor por sí solo podría hacer que la confianza hacia los activos europeos mejore.

Sin embargo, las economías de Europa —altamente dependientes del comercio— se verán afectadas en cualquier caso por las trabas arancelarias globales, en particular si la Unión Europea (UE) se ve obligada a seguir los pasos de EE. UU. e imponer restricciones a las importaciones desde China para proteger su industria del exceso de oferta de esta última.

Un factor mitigador que los inversores podrían estar subestimando es la respuesta de los responsables monetarios europeos. Confiamos en que el Banco Central Europeo proseguirá con su trayectoria expansiva, ya que las políticas de Trump podrían reavivar la inflación en EE. UU. pero reducirla en Europa, cuyas previsiones de crecimiento se enfrentan a riesgos relacionados con los aranceles. Unos tipos de interés más bajos podrían animar a los consumidores a gastar una parte de los ahorros que acumularon durante la pandemia.

Además, algunos líderes europeos aún podrían recurrir a determinadas palancas fiscales para contrarrestar los efectos del proteccionismo estadounidense, algo que el electorado parece desear, como sugiere el descenso en la intención de voto al fiscalmente conservador FDP en Alemania. En el peor de los casos, los esfuerzos por reducir los déficits serán seguramente muy graduales, y tendrán prioridad la industria interna, la energía y la seguridad militar.

Además, cabe la posibilidad de que algunos países europeos agilicen por fin sus esfuerzos para recibir el más del 50% del Fondo de Recuperación de la UE que queda por desembolsar.

En el Reino Unido, las dinámicas estructurales subyacentes de la economía apuntan a que la inflación podría persistir durante algo más de tiempo que en Europa. Dicho esto, el Banco de Inglaterra sigue disponiendo de margen para seguir levantando el pie del freno sin correr riesgos. Y, aunque el presupuesto anunciado recientemente era ya expansivo, sospechamos que el nuevo Gobierno británico se verá presionado a cumplir sus compromisos previos en materia de defensa, así como a promover unos planes de estímulo de la inversión que aún no ha concretado.

Es posible que estas sorpresas positivas en Europa coincidan con decepciones en EE. UU., en particular si se confirma que Trump no cuenta con el respaldo de los tradicionalmente más conservadores republicanos del Senado para aplicar rebajas adicionales al impuesto de sociedades.

Gráfico 17: Todos los sectores cotizan con un descuento anormalmente grande en Europa...

Valoración relativa del MSCI Europe ex-UK frente a EE. UU.

%, descuento/prima relativo basado en las ratios PER futuras a 12 meses

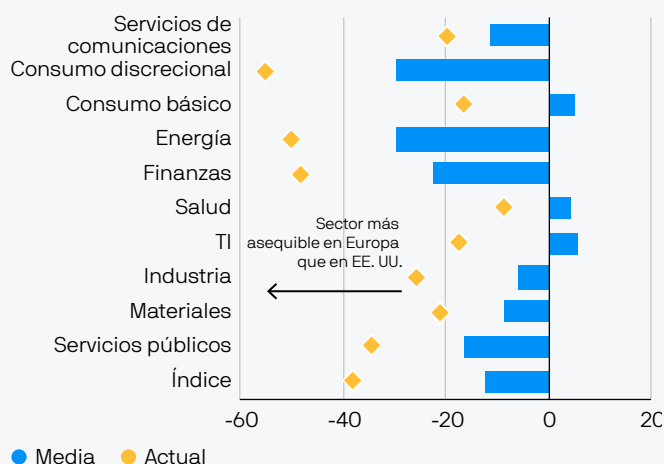
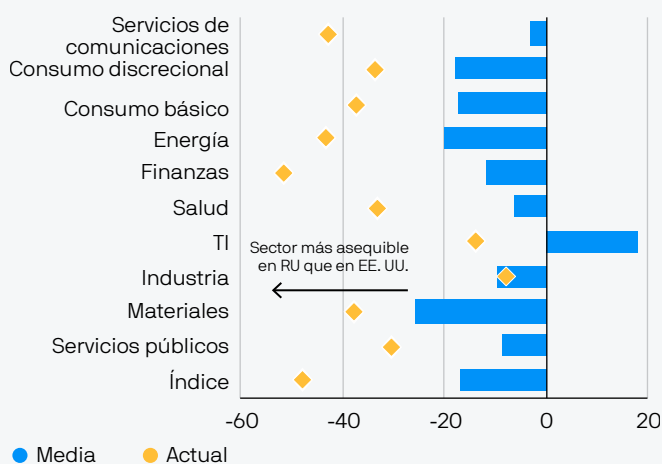


Gráfico 18: ... y en el Reino Unido

Valoración relativa del MSCI UK frente a EE. UU.

%, descuento/prima relativo basado en las ratios PER futuras a 12 meses



Fuente: LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. El gráfico muestra el descuento porcentual actual de la ratio PER futura a 12 meses del índice o el sector frente al equivalente del S&P 500, además de la media desde 1995. La media correspondiente a los servicios de comunicación se ha calculado utilizando datos de 1995 a 2000, ambos inclusive, y de 2005 hasta la fecha, debido a cambios en la composición del sector. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

El comportamiento de las acciones tecnológicas podría influir más que las políticas de Trump

En épocas como estas, es fácil dar a la política más importancia de la que tiene, pero hay que recordar que el principal motor del comportamiento relativo de los mercados de renta variable suelen ser fuerzas de mercado mucho más poderosas. Creemos que las previsiones para las acciones tecnológicas estadounidenses en los próximos cuatro años podrían terminar teniendo más influencia en el comportamiento relativo del índice estadounidense frente a los europeos que las políticas de Trump, ya que mientras que la tecnología tiene un peso del 32% en dicho índice, representa el 9% en el MSCI Europe ex-UK y solo un 1% en el FTSE All-Share.

Nuestra hipótesis principal es que no hay burbuja tecnológica en EE. UU. y que estas empresas crecerán hasta alcanzar sus valoraciones cuando los beneficios se amplíen gracias a la adopción generalizada de la tecnología (Gráfico 19). Sin embargo, si se incumplen las expectativas de ganancias, serán un importante lastre para el comportamiento relativo de las bolsas estadounidenses, como sucedió tras el estallido de la burbuja de 2000 (Gráfico 20).

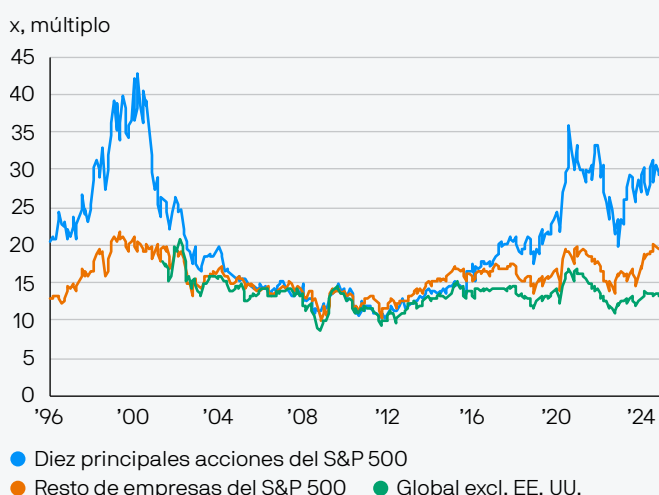
El rendimiento de la liquidez en Reino Unido es cada vez más atractivo

Es un hecho conocido que las empresas británicas pagan buenos dividendos. El 4% que ofrecen las compañías del FTSE All-Share frente al 1% que reparten las del S&P 500 lo acredita. Sin embargo, tal y como planteábamos en una edición reciente de nuestra publicación **En la mente de los inversores**, las operaciones de recompra de acciones también han repuntado, lo que sugiere que los directores financieros de los negocios que cotizan en las bolsas del Reino Unido consideran que sus acciones son demasiado baratas. Las tirs de las recompras de acciones británicas —con una rentabilidad de la liquidez próxima al 6% en el FTSE All-Share— superan ya los disponibles en el mercado estadounidense. Y, es más: la actividad de fusiones y adquisiciones está aumentando, lo que debería ser otro factor favorable más para las valoraciones.

En general, aunque la reelección de Trump no parece ofrecer garantías de una rentabilidad superior estadounidense, los inversores deberían tener en cuenta los factores anteriores a la hora de determinar la magnitud de cualquier sobreponderación de sus carteras en EE. UU. Dentro de la cesta de las acciones europeas, tenemos preferencia por la renta variable británica. Como dice un viejo refrán de los inversores, «no es solo lo que compras, sino lo que pagas por ello».

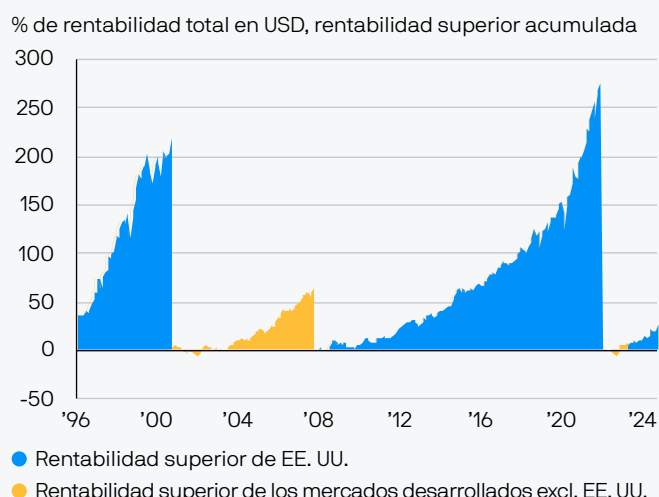
Gráfico 19: El comportamiento de las megacaps estadounidenses es un factor crítico

PER futuras a 12 meses



Fuente: FactSet, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Las diez principales acciones del S&P 500 están basadas en sus diez mayores componentes al comienzo de cada mes. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 20: El comportamiento sectorial está íntimamente ligado con el comportamiento geográfico
Comparación entre el comportamiento relativo de EE. UU. y los mercados desarrollados excl. EE. UU.



Fuente: LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. EE. UU.: MSCI USA; mercados desarrollados excl. EE. UU.: MSCI EAFE. Se considera que se ha producido un cambio de régimen cuando la rentabilidad superior acumulada alcanza su máximo y no vuelve a alcanzarlo en el período de 12 meses posterior. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Medidas de estímulo en China y perspectivas de la renta variable de los mercados emergentes

Las decididas medidas expansivas del Banco Popular de China (BBC) y el apoyo fiscal del Gobierno han hecho que las valoraciones de las bolsas del país remonten el vuelo desde los niveles extremadamente bajos que registraron a principios de este año.

Las intenciones de los responsables políticos son un signo alentador. Sin embargo, serán necesarias intervenciones adicionales —tanto en forma de estímulo como de cambios normativos— para poder confiar en que los beneficios corporativos chinos siguen una trayectoria alcista sostenible, en particular ahora que probablemente se avecinan hostilidades en el plano comercial. En este contexto, los inversores deben gestionar activamente sus asignaciones a los mercados emergentes para sacar partido del cambio en los patrones comerciales y los matices en la política interna.

Abordar la crisis inmobiliaria en China

El mercado inmobiliario ha sido un importante quebradero de cabeza para la economía china en los últimos años. Desde su máximo en el segundo trimestre de 2021, los precios de los inmuebles residenciales han perdido una media del 12%. Al contrario de lo que sucede en Europa y EE. UU., China padece un exceso de oferta de vivienda a corto plazo debido a que las estimaciones de demanda realizadas durante los años de auge han resultado ser demasiado optimistas. De hecho, la pandemia coincidió con una fuerte caída en la tasa de natalidad en China, que pasó de 10,4 nacimientos por cada 1000 habitantes en 2019 a 6,4 en 2023, y que fue acompañada de un

importante descenso de los matrimonios. Estas tendencias demográficas han agravado los problemas del sector inmobiliario chino. Actualmente, el tiempo medio que se tarda en vender una vivienda en las 80 principales ciudades del país es de casi 28 meses.

Para los hogares chinos, la debilidad del mercado inmobiliario resulta especialmente dolorosa, ya que dos tercios de su riqueza se concentran en propiedades (Gráfico 21). Por tanto, la caída de los precios de la vivienda está siendo un importante lastre en la predisposición de las familias a gastar. Un hecho que agrava el problema es que muchos de estos inmuebles y su deuda asociada se encuentran en los balances de los gobiernos locales, lo que reduce su capacidad para estimular otras actividades adicionales. Sin apoyo gubernamental, China corre un riesgo real de entrar en una «recesión de balance» prolongada, como la que sufrió Japón durante las décadas de 1990 y 2000.

Desde nuestro punto de vista, las medidas monetarias implementadas por las autoridades chinas hasta la fecha se quedan cortas. En septiembre de 2024, se redujeron los costes de financiación, se flexibilizaron los requisitos para la compra de vivienda y se introdujo apoyo financiero para los hogares. Aunque estas medidas favorecen la demanda inmobiliaria y deberían ralentizar la caída de los precios a corto plazo, lo ideal sería que Pekín atacase el problema desde la raíz, lo que incluiría sacar el exceso de inmuebles y deuda del sistema económico para trasladarlo al balance del Gobierno central.

Gráfico 21: Los efectos negativos sobre la riqueza han debilitado el gasto en consumo

Ingresos y efecto riqueza de los consumidores chinos

Nivel del índice, reajustado a 100 en enero de 2021

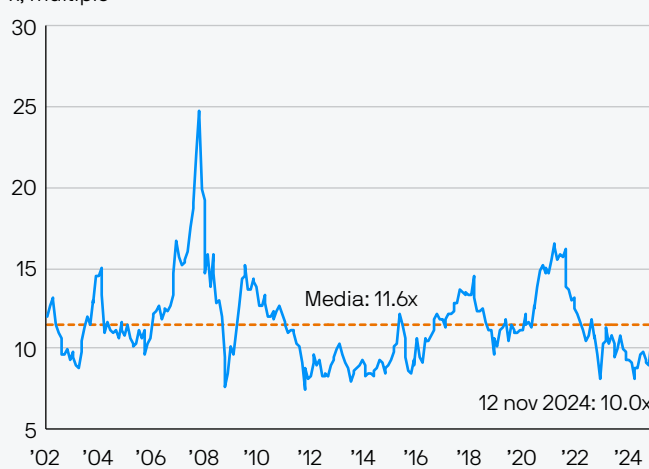


Fuente: CEIC, China Securities Index Company, Goldman Sachs Investment Research, LSEG Datastream, Oficina Nacional de Estadística de China, NIFD, Wind, J.P. Morgan Asset Management. El índice de precios secundario de la vivienda mide los precios abonados por las ventas de viviendas existentes. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 22: Aumentar las valoraciones de las acciones: una prioridad para Pekín

Ratio PER futura del MSCI

x, múltiplo



Fuente: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. La ratio PER futura es la relación entre el precio y los beneficios empresariales a 12 meses, y se calcula utilizando las estimaciones de beneficios de IBES. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Aunque el crecimiento general de la población china se volvió negativo en 2020, ahora mismo no existe una sobreoferta estructural de vivienda. El progresivo abandono del medio rural tiene el potencial de equilibrar el mercado inmobiliario a medio plazo, ya que el grado de urbanización de China (65%) sigue siendo relativamente bajo en comparación con otros países desarrollados, como Corea del Sur (81%) o EE. UU. (83%). La reforma del sistema «Hukou», que determina el grado de acceso a la sanidad y la educación de los ciudadanos rurales en los nuevos distritos, serviría de ayuda en este proceso.

El Gobierno central debería además consolidar parte de la deuda de los gobiernos locales en su propio balance. Sin embargo, Pekín sigue siendo reacio a dar este paso debido a que la deuda total de la economía ha pasado del 224% del PIB a aproximadamente el 289% en los últimos 10 años, y el hecho de liberar a los gobiernos locales de su responsabilidad en este exceso supondría también un riesgo moral.

Las acciones como fuente de efectos riqueza para los consumidores

Los efectos riqueza negativos sufridos por los hogares chinos como consecuencia de la caída de los precios de los inmuebles se han visto agravados por un descenso simultáneo en los mercados de renta variable y bajadas de los tipos sobre los depósitos, que han provocado a su vez una merma de la confianza (**Gráfico 21**). Esto supone una diferencia fundamental entre la experiencia reciente de China y la de EE. UU., donde un mercado de valores en auge y un mercado inmobiliario más sólido han contribuido positivamente a la confianza de los consumidores

Las intervenciones recientes apuntan a que Pekín estaría centrándose en aplicar medidas para respaldar al mercado de valores (**Gráfico 22**) y, de esta forma, mejorar la confianza de los consumidores. La implantación de una ventana de *swaps* en el BPC —que permite a las empresas de inversión, a las aseguradoras y a los fondos financiar sus compras de acciones— y una ventana de refinanciación —que proporciona a las compañías cotizadas en bolsa crédito a un tipo del 2,25% para sus recompras de acciones— es otro indicio evidente de que la estrategia monetaria de China es la reflación de los mercados de activos.



Los responsables chinos quieren apoyar la economía, y la mera demostración de su intención es más importante que las medidas concretas aplicadas hasta la fecha.

Los inversores no deberían subestimar el impacto potencial de un efecto de liquidez tan positivo en 2025. Teniendo en cuenta que un 25% de los activos de los hogares chinos se encuentra invertido en depósitos y liquidez, incluso una reasignación parcial a la renta variable podría dar un empujón a los mercados locales. El riesgo en este escenario es que los inversores extranjeros aprovechen el reciente repunte de los precios para reducir sus asignaciones a China.

Aunque las medidas del Banco Popular y el Gobierno de China han contribuido a dar un giro a las valoraciones de las empresas del país, el panorama de beneficios tendrá que mejorar para que el repunte continúe. En principio, la reelección de Trump complica la recuperación de los beneficios.

Estimamos que la aplicación del arancel de 60% a las importaciones chinas será una prioridad política inmediata del Gobierno entrante en EE. UU. Sin embargo, conviene recordar que, desde que Trump incrementó las tarifas aduaneras en 2018, la cuota de importaciones de China hacia EE. UU. ha caído del 21% al 12%. Pese a ello, la cuota de exportación global de China ha avanzado del 13% al 14% durante el mismo periodo, ya que sus empresas han reorganizado las cadenas de suministro para incorporar en ellas países como México y Vietnam. Trump podría subir los aranceles a China y/o animar a otras regiones a tomar medidas similares, pero al hacerlo se arriesgaría a dañar la confianza tanto de los consumidores como de las empresas estadounidenses.

También sería de esperar que China respondiese a estas hostilidades en la política exterior con estímulo fiscal para los hogares y el sector corporativo.

Además, no debemos subestimar la posibilidad de que el intervencionismo en la regulación y el mercado en China deje de ser el obstáculo que ha sido desde el establecimiento de la doctrina de «prosperidad común» en 2021 y pase a convertirse en un motor. Dicha política tuvo importantes consecuencias para las valoraciones y los beneficios de las empresas y, a juzgar por los bajos niveles de los precios por acción en China, el temor a más medidas reglamentarias drásticas sigue reflejándose en las bolsas. Este riesgo normativo parece especialmente evidente en los sectores de crecimiento. A principios de 2021, las grandes empresas tecnológicas y de Internet de China cotizaban a valoraciones similares a las de sus rivales estadounidenses. Hoy, las mejores empresas de crecimiento del país presentan un importante descuento (**Gráfico 23**).

La intensa regulación también ha comprimido la rentabilidad de las compañías chinas. Mientras que el crecimiento del beneficio por acción no ha podido seguir el ritmo del crecimiento económico durante los últimos diez años (**Gráfico 24**), la rentabilidad sobre los fondos propios ha caído del 15% al 11%. Por tanto, una regulación menos intensa y más predecible favorecería la mejora sostenida del comportamiento de la renta variable china.

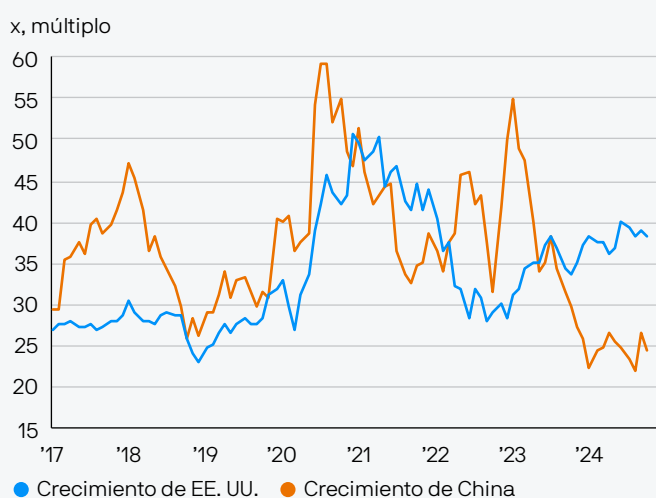
Pero, ¿qué pasa con los demás mercados emergentes?

Las dificultades por las que ha pasado China los últimos años no se han reflejado uniformemente en el resto de regiones en desarrollo. La tendencia al friend-shoring y la reconfiguración del comercio global han beneficiado a países como México y Vietnam, y las políticas internas procrecimiento han estimulado la inversión en India.

De cara a 2025, el reciente anuncio de medidas de estímulo en China podría beneficiar a las acciones de mercados emergentes en general, aunque no debemos olvidar que las nuevas medidas para estabilizar el sistema financiero y el mercado inmobiliario difieren notablemente de los paquetes aplicados anteriormente, que iban más orientados a la inversión y las infraestructuras. Por tanto, su impacto positivo sobre la economía global y el mercado de materias primas será hasta cierto punto limitado, y no esperamos que vaya a favorecer significativamente a los exportadores de materias primas tradicionales de Latinoamérica, Oriente Medio y el Sudeste Asiático.

Gráfico 23: Una regulación impredecible ha provocado caídas en las valoraciones de las acciones de crecimiento chinas

Ratio PER futura del MSCI Growth: China frente a EE. UU.

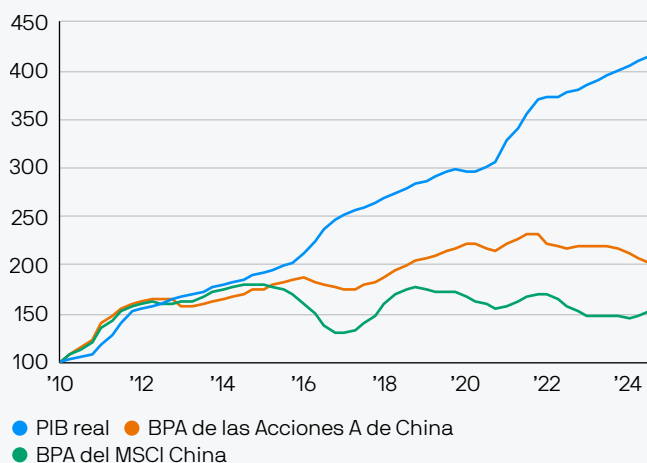


Fuente: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. La ratio PER futura es la relación entre el precio y los beneficios de las empresas a 12 meses que publica MSCI. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 24: El rápido crecimiento económico no se ha reflejado en los beneficios de las empresas

Comparación entre el PIB real de China y los beneficios por acción (BPA) en China

Indizado a 100 en 2010



Fuente: Bloomberg, China Securities Index Company, MSCI, Oficina Nacional de Estadística de China, J.P. Morgan Asset Management. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

El recrudecimiento del conflicto comercial entre el nuevo Gobierno estadounidense y China podría reforzar adicionalmente la tendencia al friend-shoring. En la práctica, parece que Trump lo tendría más complicado para confeccionar una política arancelaria que obstaculice la reorganización de las cadenas de suministro, de modo que economías como México y Vietnam podrían contar con un apoyo adicional en este campo. Probablemente, la región noroeste de Asia seguirá beneficiándose del actual auge global de la inversión en tecnología.

El dólar estadounidense jugará también un papel clave en el comportamiento relativo de los mercados emergentes en 2025. Es posible que los aranceles y las políticas fiscales expansivas tengan un efecto inflacionario sobre la economía estadounidense. Por tanto, la Fed podría estar menos predispuesta a suavizar progresivamente las condiciones financieras. Esta postura favorecería el dólar y podría convertirse en un obstáculo para las divisas de los mercados emergentes, complicando así los eventuales esfuerzos de los bancos centrales de estas regiones para apoyar sus economías con medidas de relajación monetaria adicionales.

Conclusión

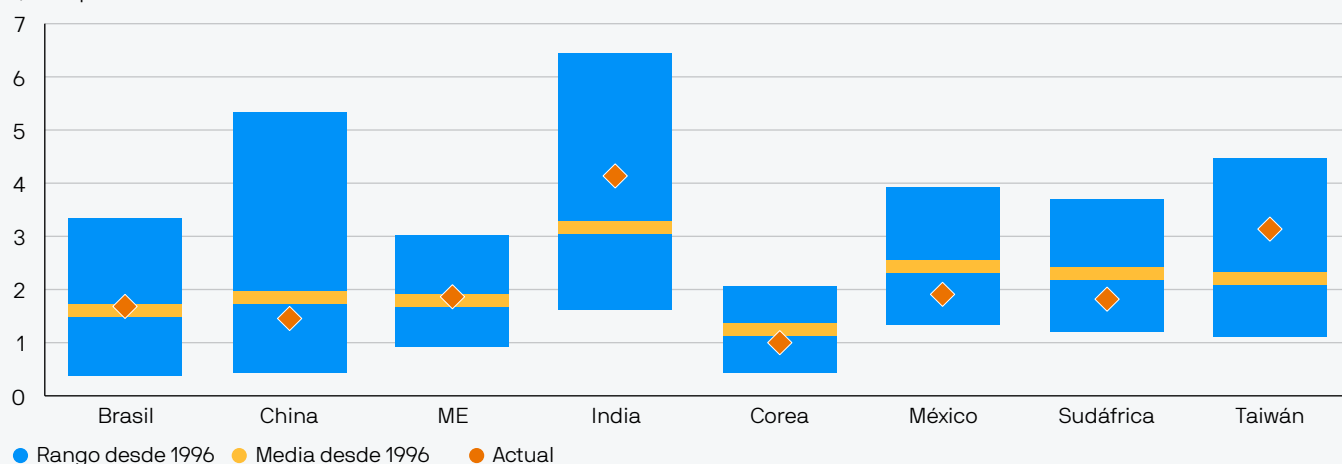
Los responsables de Pekín quieren apoyar la economía china, y la mera demostración de su intención es más importante que las medidas concretas aplicadas hasta el momento. Sospechamos que están reservando la munición hasta conocer exactamente el nivel de hostilidad comercial al que van a enfrentarse. En cualquier caso, sigue sin estar claro si los esfuerzos monetarios limitarán solo las pérdidas en la economía y los mercados de China o si resultarán también eficaces para mejorar la trayectoria a medio plazo de la actividad y los beneficios corporativos. Al menos, el balance de riesgos se encuentra actualmente equilibrado y no se inclina a la baja.

A día de hoy, las valoraciones de los mercados emergentes parecen bastante asequibles en comparación con las de los mercados desarrollados. Sin embargo, no dejan de estar en la media con respecto al histórico (**Gráfico 25**). Para aprovechar la amplia dispersión que existe en los mercados emergentes, los cambios en los patrones de comercio global y el impacto de la idiosincrática política exterior estadounidense, los inversores deben gestionar activamente sus posiciones en estas regiones.

Gráfico 25: La dispersión en las valoraciones en los mercados emergentes es notable

Ratios precio-valor contable de los mercados emergentes, por país

x, múltiplo



Fuente: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Todos los índices son de MSCI. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Replantearse el concepto de diversificación

Con la vuelta de la inflación y los niveles de deuda pública disparados, muchos inversores se preguntan si los bonos seguirán sirviendo de salvavidas en periodos de turbulencias en los mercados y, si no, qué deben hacer para construir una cartera diversificada y equilibrada.

No hay duda de que ahora diversificar resulta mucho más difícil que antes de la pandemia. Por aquel entonces, una cartera de bonos y acciones equilibrada se comportaba bien en cualquier entorno. Mientras que la renta variable proporcionaba crecimiento del capital en los periodos de alzas, el valor de los bonos aumentaba cuando se entraba en recesión y los bancos centrales bajaban los tipos.

La realidad pospandemia es más compleja. Los inversores necesitan protegerse frente al riesgo de recesión, pero también de los shocks inflacionarios y el gasto fiscal excesivo, que pueden provocar caídas en los precios, tanto de las acciones como de los bonos. Los bonos han dejado de ser la solución universal que fueron. Hoy, necesitamos un salvavidas específico para cada temporal.

La deuda pública funciona en recesiones, pero sea selectivo

No se puede negar que los últimos años han sido difíciles para la deuda pública. El temor a la inflación y el gasto gubernamental excesivo han contribuido a que la volatilidad en los tipos aumente hasta niveles que, en el momento de escribirse este artículo, superan incluso los de la renta variable. Con este panorama, no es de extrañar que

los inversores estén poniendo en duda las cualidades de «refugio» de sus posiciones en bonos gubernamentales.

Sin embargo, hay que ser conscientes de que en los últimos años el riesgo económico predominante ha sido el de sobrecalentamiento, y que ha estado en parte motivado por las políticas fiscales generosas. De cara a 2025, los riesgos se encuentran más equilibrados.

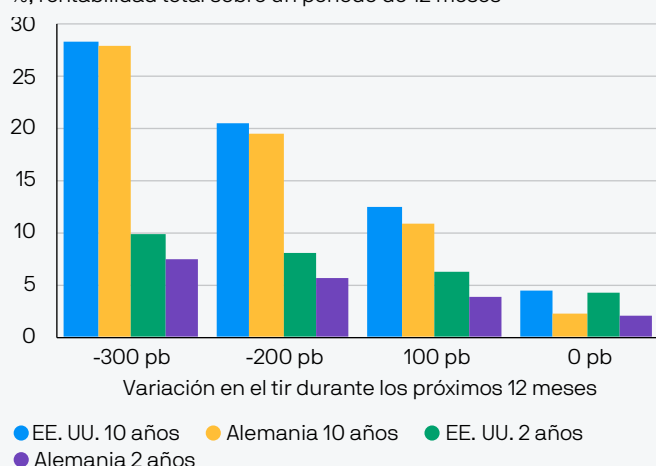
Conforme la economía estadounidense se enfríe, cabe la posibilidad de que las tensiones geopolíticas provoquen una pérdida de confianza que desemboque en una recesión. En este escenario, sería de esperar que la renta fija vuelva a proporcionar diversificación frente a las pérdidas en la renta variable. De hecho, la clase de activos ya ha demostrado su utilidad cuando el temor a la recesión entra en escena. Durante las oleadas de ventas en la renta variable del verano de 2024, los bonos exhibieron algunas de sus características de compensación más típicas. Mientras que la renta variable estadounidense caía un 8,4% entre el 16 de julio y el 5 de agosto, el bono del Tesoro estadounidense a 10 años registraba una rentabilidad positiva del 3,2% en el mismo periodo.

Si tenemos en cuenta el nivel del que parten las tires, la capacidad de los bonos para ofrecer protección frente a un shock recesivo profundo es, de hecho, mayor de lo que ha sido mucho tiempo. Si las tires de la deuda pública a 10 años cayesen en 100 puntos básicos durante los próximos 12 meses, seguirían ofreciendo una rentabilidad superior al 10% (Gráfico 26).

Gráfico 26: La deuda pública proporcionará protección en caso de recesión

Escenarios de rentabilidad de la deuda pública

%, rentabilidad total sobre un periodo de 12 meses

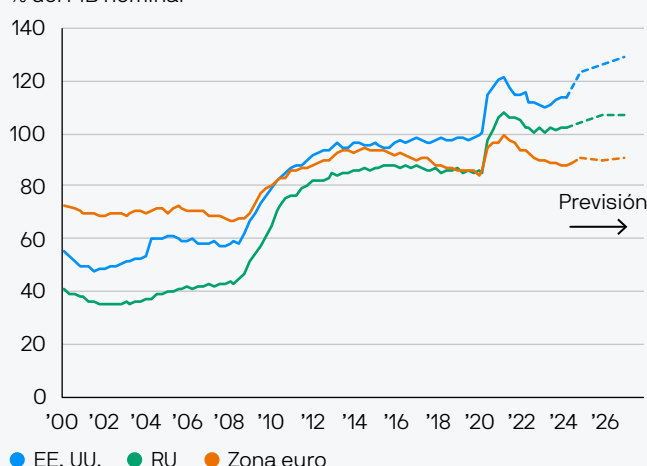


Fuente: LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. El gráfico indica la rentabilidad total calculada obtenida al comprar de deuda pública con las tires actuales y venderla en un plazo de 12 meses tras varios cambios en las tires. Exclusivamente con fines ilustrativos. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 27: La deuda estadounidense sigue una trayectoria insostenible

Deuda pública

% del PIB nominal



Fuente: Banco de Pagos Internacionales, Eurostat, FMI, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La deuda hace referencia a la deuda bruta a valor nominal. Las líneas punteadas representan las previsiones del FMI. A 12 de noviembre de 2024.

Esta rentabilidad proporcionaría esa sólida diversificación frente a las pérdidas en la renta variable que los inversores multiactivo buscan para construir carteras equilibradas.

Existen, sin embargo, matices que se deben considerar antes de decidir dónde se asigna el presupuesto para duración. De forma natural, los inversores tienden a gravitar hacia los bonos con tires más altas atraídos por las mejores rentas que ofrecen. Pero, cuando hablamos de diversificación, el alcance del movimiento en las tires es mucho más importante que el punto de partida (Gráfico 26). Por tanto, es preciso centrarse en identificar los mercados donde es menos probable que la inflación o los riesgos fiscales puedan hacer caer las tires de los bonos.

Por ambas razones, preferimos la deuda pública alemana. Desde un punto de vista cíclico, el panorama de inflación parece más benigno, y confiamos más en que el Banco Central Europeo aplicará bajadas de tipos importantes durante 2025. La supervisión de la política fiscal que ejerce la Comisión Europea ofrece una red de seguridad institucional que resulta atractiva a los inversores en deuda pública. Además, se espera que la deuda como proporción del PIB permanezca en niveles bajos en términos relativos (Gráfico 27). Sin embargo, parece que alcanzar los objetivos fiscales será políticamente difícil en los países más endeudados de la zona euro, como Francia e Italia. Por todo ello, para aislar una cartera confiamos más en la capacidad del *bund* que en la de la deuda pública británica o estadounidense.

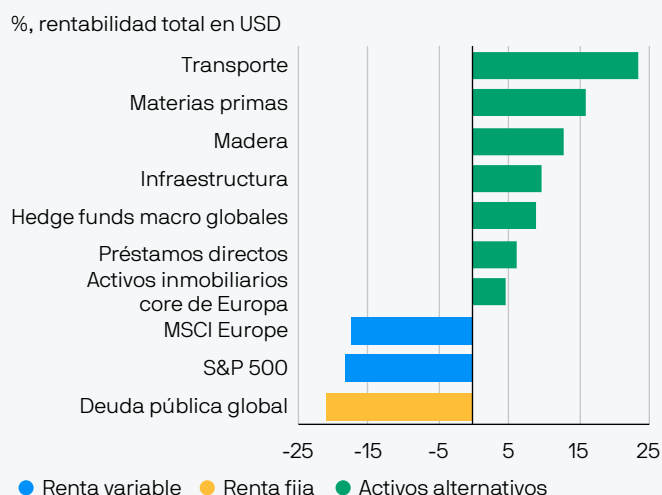
Activos alternativos: protección frente a la inflación y los *shocks* fiscales

Aunque las presiones inflacionarias derivadas de la pandemia deberían seguir remitiendo a corto plazo, en el medio plazo prevemos que una economía global más fragmentada —sumada a una posible indisciplina fiscal— dará lugar a más impulsos inflacionarios similares a los que se produjeron en 2022. En este escenario, cabe la posibilidad de que las oleadas de ventas en la renta fija coincidan con caídas en las valoraciones de la renta variable (Gráfico 28).

Esta previsión pone de relevancia la importancia de ampliar las estrategias de diversificación más allá de los bonos tradicionales. En un entorno caracterizado por los riesgos bilaterales, los activos reales se postulan como un componente vital en cualquier cartera equilibrada. Estos activos —que abarcan bienes inmuebles, infraestructuras, transporte y materias primas— actúan como cobertura frente a la inflación ofreciendo protección cuando escasean los refugios tradicionales. Su valor intrínseco y su naturaleza tangible los hace menos susceptibles al efecto erosivo de las subidas de precios, lo que permite conservar poder adquisitivo y protege rentabilidad real durante periodos inflacionarios.

Gráfico 28: Los activos alternativos ofrecen protección frente a la inflación

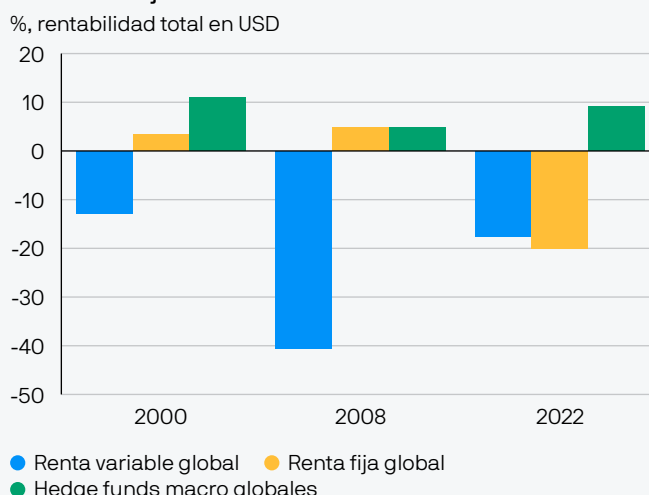
Rentabilidades de determinadas clases de activos, 2022



Fuente: Bloomberg, HRFI, MSCI, NCREIF, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Materias primas: Bloomberg Commodities Index; Deuda pública global: Bloomberg Global Aggregate – Sovereign; *Hedge funds*: HRFI global macro; Activos inmobiliarios core EE. UU.: NCREIF Property Index – Open End Diversified Core Equity component; Activos inmobiliarios core Europa: MSCI Global Property Fund Index – Continental Europe; Infraestructura: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index (combinación con ponderaciones idénticas); Explotaciones madereras: NCREIF Timberland Total Return Index. Las rentabilidades del transporte se han extraído de un índice de J.P. Morgan Asset Management. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Gráfico 29: Los *hedge funds* pueden proteger frente a las pérdidas

Rentabilidades de determinadas clases de activos en mercados bajistas



Fuente: Bloomberg, HRFI, LSEG Datastream, MCSI, J.P. Morgan Asset Management. El mercado bajista del 2000 va del 31 de marzo del 2000 al 31 de octubre del 2002; el mercado bajista del 2008 va del 31 de octubre del 2007 al 28 de febrero del 2009; 2022 corresponde al año natural. Renta variable global: MSCI World; Bonos globales: Bloomberg Global Aggregate Index; los *hedge funds* macro globales se definen en el sistema de clasificación de estrategias de los *hedge funds* de HRFI. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 12 de noviembre de 2024.

Más allá de los activos reales, el resto de activos alternativos puede jugar un papel diversificador fundamental. Al asignar una parte de las carteras a estrategias diseñadas para generar rentabilidad con independencia de las condiciones del mercado, los inversores pueden mejorar aún más su resiliencia. Los *hedge funds* —que abarcan una gran diversidad de estrategias, entre ellas la de renta variable *long/short*, *event-driven* y macro global— pueden captar valor en diferentes entornos. Al gestionar la exposición de manera activa y poder adaptarse a las condiciones variables del mercado, los *hedge funds* pueden mitigar las pérdidas y limitar los riesgos bajistas en las carteras (Gráfico 29).

El oro también puede aumentar de precio en episodios inflacionarios, cuando los inversores tratan de almacenar valor en un activo cuya oferta es limitada. Sin embargo, aunque el oro se ha comportado bien durante los últimos dos años, no proporciona ningún rendimiento en «épocas normales», razón por la que pensamos que hay otros activos reales que ofrecen una fuente de protección más adecuada en todo el ciclo. Un ejemplo de ellos son los activos inmobiliarios estadounidenses, que desde 1981 han superado al oro un 60% del tiempo (sobre un periodo de tres años consecutivos) y han triplicado la rentabilidad total de este último.

La cuestión es que, en el actual entorno, los inversores deben replantearse el concepto de diversificación. Las carteras deben incorporar bonos *core* que generen rentas y ofrezcan protección frente a la recesión, pero también *hedge funds* y activos reales sensibles a la inflación. Aunque nuestra visión sobre la renta fija es positiva, creemos que un enfoque de diversificación más amplio permitirá a los inversores construir carteras más resilientes y mejor equipadas para gestionar las complejidades y la incertidumbre que hoy caracterizan a la economía global.



En un entorno caracterizado por los riesgos bilaterales, los activos reales se postulan como un componente vital en cualquier cartera equilibrada.

Escenarios y riesgos para los mercados globales

Nuestro escenario macro principal para los próximos 12 a 18 meses prevé que la expansión global continuará y que la inflación seguirá siendo persistente, pero tolerable para los bancos centrales. Sin embargo, existe un alto grado de incertidumbre sobre cómo será la política interna y exterior de EE. UU. y cómo responderán a ellas otras regiones.

Por tanto, es esencial contar con carteras bien diversificadas que protejan del riesgo bajista de que las tensiones comerciales minen la confianza de las empresas y provoquen una recesión, así como del riesgo de que la inflación reaparezca y haga subir las tirs de los bonos.



Por tanto, es esencial contar con carteras bien diversificadas que protejan del riesgo bajista de que las tensiones comerciales minen la confianza de las empresas y provoquen una recesión, así como del riesgo de que la inflación reaparezca y haga subir las tirs de los bonos.

Escenario principal: La expansión continúa

Macro: El crecimiento global aguanta y EE. UU. anuncia una cantidad moderada de nuevas medidas de estímulo fiscal. Aunque se aplican aranceles contra China, finalmente el nuevo Gobierno de Trump se abstiene de imponer un arancel universal. China sigue anunciando medidas para apoyar su economía. En Europa, los tipos de interés bajan más rápidamente que en EE. UU. gracias al menor riesgo de inflación en el continente. Véase el **Gráfico 30** para conocer cuál podría ser la materialización de las promesas electorales de Trump y nuestras expectativas sobre las posibles reacciones en el resto del mundo (RdM).

Mercados: Un panorama económico resiliente favorece la predisposición al riesgo. El buen comportamiento se propaga por todos los sectores de la renta variable estadounidense y hay margen para que las bolsas europeas y asiáticas sigan el mismo camino con un apoyo monetario suficiente. La renta fija *core* ofrece una rentabilidad acorde con los cupones.

Riesgo bajista: Estancflación

Macro: Una guerra comercial a nivel global provoca una reaceleración de la inflación que afecta al crecimiento en todo el mundo. La imposición de unos aranceles prohibitivos a China frustra la recuperación pese a las medidas de estímulo aplicadas, y el impuesto universal del 10% a todas las importaciones en EE. UU. perjudica especialmente a Europa. Las rebajas fiscales y las políticas antimigratorias alimentan las presiones inflacionarias en EE. UU. Los precios del crudo permanecen en niveles elevados, ya que las tensiones en Oriente Medio neutralizan el efecto del aumento de la producción estadounidense. La alta inflación impide a la Fed bajar los tipos para respaldar el crecimiento.

Mercados: Se crea un entorno negativo para la renta variable que perjudica especialmente a los sectores sensibles a los tipos de interés. El aumento de las tirs de la renta fija *core* da lugar a pérdidas, ya que la correlación positiva entre acciones y bonos se mantiene. El *bund* se comporta mejor que el bono del Tesoro estadounidense. Las estrategias de oro, materias primas y activos reales se comportan mejor que las de liquidez. Los *hedge funds*, que pueden beneficiarse del aumento de la volatilidad, tienen también un buen comportamiento.

Riesgo bajista: Recesión

Macro: Las duras medidas proteccionistas y la incertidumbre geopolítica afectan a la confianza empresarial y de los consumidores, obligando a las empresas a reducir la contratación. Se imponen aranceles a China y las compañías se ven obligadas a absorber el aumento de precios reduciendo sus márgenes en un contexto de baja confianza de los consumidores. Los tipos de interés bajan mucho más de lo que se prevé actualmente para apoyar la economía.

Mercados: La correlación negativa entre acciones y bonos reaparece. La renta variable va a la baja. En este contexto, las estrategias de rentas y mayor calidad superan al resto. El entorno es muy positivo para la renta fija *core*, donde se registra una fuerte revalorización del capital.

Riesgo alcista: *Goldilocks*

Macro: El crecimiento acelera empujado por la gran cantidad de estímulo fiscal y el auge de la productividad generado por la inteligencia artificial. La amenaza de los aranceles da como resultado nuevos tratados que suavizan las hostilidades, y las tensiones geopolíticas se calman. El aumento de la productividad mantiene a raya la inflación pese a la rigidez en el mercado laboral. Esto permite a los bancos centrales bajar los tipos de interés hasta niveles neutrales a pesar de que el crecimiento sigue siendo sólido.

Mercados: La renta variable disfruta de un entorno muy positivo en todo el mundo, en especial en los mercados emergentes. Las rentabilidades también son buenas en la renta fija gracias a que los tipos de interés bajan y los diferenciales del crédito se acortan hasta niveles récord.

Gráfico 30: Principales promesas electorales del próximo Gobierno republicano

	Promesas electorales	Implementación real prevista	Implicaciones para el RdM
Impuestos	• Prorrogar íntegramente las disposiciones de la Ley de Empleo y Rebajas Fiscales (TCJA) • Eliminar los impuestos a la seguridad social, las propinas y las horas extra • Reducir el tipo del impuesto de sociedades del 21% al 15%	• La TCJA se prorroga • Los intentos de eliminar los impuestos a la seguridad social y las propinas y reducir el tipo del impuesto de sociedades podrían encontrarse con la oposición del sector republicano fiscalmente más conservador	Un crecimiento y unos tipos de interés más altos en EE. UU. atraen capital de otras regiones, lo cual ejerce presión bajista sobre las divisas del RdM frente al USD
Aranceles	• Arancel del 60% a las mercancías procedentes de China • Arancel universal del 10-20% a todas las demás importaciones	• El arancel del 60% a las mercancías chinas es una prioridad desde el principio • La aplicación del arancel universal es menos probable, y podría ser el punto de partida de negociaciones bilaterales	El impacto negativo sobre el crecimiento en el RdM contrarrestará probablemente cualquier impulso inflacionario, lo que incentivará a Europa y China para aplicar más medidas de estímulo fiscal y monetario
Defensa	• El Gobierno estadounidense retira la financiación a Ucrania • Crece la presión para que los miembros de la OTAN aumenten el gasto en defensa hasta el 2% del PIB	• Se elimina la financiación a Ucrania, pero Europa sigue teniendo acceso al armamento estadounidense a través del mercado	El RdM, en particular Europa, se ve obligado a incrementar el gasto en defensa
Energía	• Desregulación del sector de la energía convencional • Reducción de los subsidios a las energías limpias mediante la Ley de Reducción de la Inflación (IRA)	• La producción de petróleo aumenta en EE. UU. gracias a la desregulación • El flujo de trabajos y proyectos en distritos bajo control republicano evita una derogación generalizada de disposiciones de la IRA	Las mayores divergencias en el enfoque climático entre EE. UU. y Europa obligan a esta última a elegir entre sus objetivos climáticos y la protección de su industria
Inmigración	• Medidas de inmigración mucho más estrictas • Intento de deportar solicitantes de asilo	• Se producirán deportaciones, aunque su número vendrá determinado por las cuestiones prácticas • La intensificación de la retórica antiinmigración ralentiza rápidamente la entrada ilegal de personas en EE. UU.	Unas presiones inflacionarias más persistentes hacen que los tipos de interés suban en EE. UU., lo que atrae capital de todo el mundo Las tensiones entre EE. UU. y México también se intensifican

Fuente: J.P. Morgan Asset Management. A 12 de noviembre de 2024.

Autores



Karen Ward
Estratega jefe de
mercados de EMEA



Tilmann Galler
Estratega global de
mercados



Maria Paola Toschi
Estratega global de
mercados



Hugh Gimber
Estratega global de
mercados



Vincent Juvyns
Estratega global de
mercados



Aaron Hussein
Estratega global de
mercados



Max McKechnie
Estratega global de
mercados



Natasha May
Analista global de
mercados



Zara Nokes
Analista global de
mercados

El programa Market Insights proporciona información exhaustiva y comentarios sobre los mercados globales sin hacer referencia a ningún producto en particular. Diseñado como una herramienta para ayudar a los clientes a entender los mercados y servirles de apoyo en la toma de decisiones de inversión, el programa analiza las implicaciones de los datos económicos actuales y los cambios en las condiciones del mercado. Con respecto a la Directiva Europea 2014/65/UE (MiFID II), los programas Market Insights y Portfolio Insights de JPM constituyen publicaciones publicitarias y no se ven afectadas por ninguno de los requisitos específicamente relacionados con los análisis de inversión establecidos por la MiFID II o el MiFIR. Además, los programas Market Insights y Portfolio Insights de J.P. Morgan Asset Management, al no tratarse de un tipo de análisis independiente, no se han elaborado con arreglo a las disposiciones legales orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones, y no existe prohibición alguna que impida la negociación antes de su divulgación.

El presente documento es una publicación con carácter general y fines exclusivamente informativos. Su naturaleza es divulgativa y no ha sido diseñado para servir como asesoramiento ni recomendación sobre ningún producto o estrategia de inversión específico ni sobre características de planes concretos u otro material en ninguna jurisdicción. Por tanto, ni J.P. Morgan Asset Management ni ninguna de sus filiales poseen compromiso alguno de participar en ninguna de las transacciones mencionadas en este documento. Los ejemplos utilizados tienen carácter genérico o hipotético y se facilitan exclusivamente con fines ilustrativos. Dado que esta publicación no contiene información suficiente para respaldar una eventual decisión de inversión, no deberá basarse en ella para evaluar las ventajas de invertir en ninguno de los valores o productos mencionados en ella. Asimismo, los usuarios deben evaluar de manera independiente las consecuencias legales, reglamentarias, fiscales, crediticias y contables, y determinar, junto con sus propios asesores profesionales, si alguna de las inversiones aquí mencionadas se considera adecuada para alcanzar sus propios objetivos personales. Los inversores deberán asegurarse de que obtienen toda la información relevante disponible antes de realizar cualquier inversión. Las previsiones, cifras, opiniones o técnicas y estrategias de inversión aquí reflejadas se ofrecen exclusivamente para fines informativos, sobre la base de ciertos supuestos y las condiciones actuales de mercado, y están sujetas a cambios sin previo aviso. Toda la información aquí incluida se considera exacta en el momento en que se ha elaborado, pero no se ofrece ninguna garantía de exactitud y no se acepta ninguna responsabilidad en relación con cualquier error u omisión. Cabe señalar que la inversión conlleva riesgos, que el valor de las inversiones y las rentas que estas generan pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los convenios en materia tributaria, y que los inversores podrían no recuperar todo el dinero invertido. Ni la rentabilidad histórica ni las tiras son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. J.P. Morgan Asset Management es la marca del negocio de gestión de activos de JPMorgan Chase & Co. y sus filiales en todo el mundo. En la medida permitida por la legislación aplicable, J.P. Morgan Asset Management podría grabar las llamadas telefónicas y supervisar las comunicaciones electrónicas a fin de cumplir sus políticas internas y obligaciones legales y normativas. J.P. Morgan Asset Management recopilará, almacenará y tratará todos los datos personales de conformidad con nuestras políticas de privacidad, las cuales están disponibles en am.jpmorgan.com/global/privacy. Esta comunicación ha sido publicada por las siguientes entidades: En los Estados Unidos, por J.P. Morgan Investment Management Inc. o J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc., ambas reguladas por la Comisión de Bolsa y Valores. En América Latina, solo para uso por parte de beneficiarios concretos, por entidades locales de J.P. Morgan, según proceda. En Canadá, solo para uso por parte de clientes institucionales, por JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., que es una Gestora de Carteras registrada y un Agente de Mercado Exento en todas las provincias y territorios de Canadá, salvo Yukón, y también está registrada como Gestora de Fondos de Inversiones en Columbia Británica, Ontario, Quebec y Terranova y Labrador. En el Reino Unido, por JPMorgan Asset Management (UK) Limited, que está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority; en otras jurisdicciones europeas, por JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. En Asia Pacífico (APAC), por las siguientes entidades emisoras y en las respectivas jurisdicciones en las que están principalmente reguladas: JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, JPMorgan Funds (Asia) Limited o JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, todas ellas reguladas por la Securities and Futures Commission de Hong Kong. JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (n.º de reg. de la sociedad: 197601586K), si bien esta promoción o publicación no ha sido revisada por la Monetary Authority of Singapore, el organismo regulador del mercado en Singapur. JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited. JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, que es miembro de la Investment Trusts Association, Japan (JITA); la asociación de asesores de inversión de Japón (Japan Investment Advisers Association), la Type II Financial Instruments Firms Association y la Japan Securities Dealers Association, y está regulada por la Agencia de Servicios Financieros de Japón (número de registro «Kanto Local Finance Bureau [Financial Instruments Firm] No. 330»). En Australia, por JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919) y solo para clientes mayoristas (wholesale clients) tal y como se indica en las secciones 761A y 761G de la ley de sociedades Corporations Act de la Commonwealth de 2001. En el resto de los mercados de Asia Pacífico, el documento solo está dirigido a los destinatarios previstos. Solo para EE. UU.: Si es usted una persona con una discapacidad y necesita ayuda adicional para ver el material, llámenos al 1-800-343-1113 para solicitar ayuda.

Copyright 2024 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

Fuente de las imágenes: Shutterstock

LV-JPM55743 | 11/24 | ES | ba52bbc9-b6fd-11ef-834d-134f9b748c09