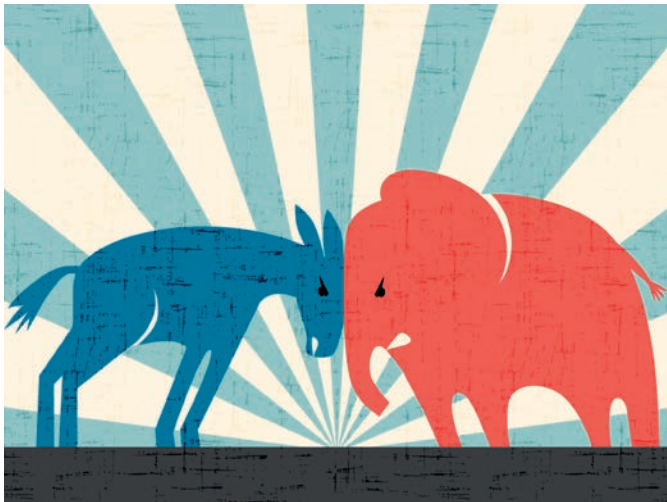


ELECCIONES EN ESTADOS UNIDOS: EL VERDADERO ELEFANTE EN LA HABITACIÓN

OCTUBRE 2024

El economista jefe de Carmignac, **Raphaël Gallardo**, y **Kevin Thozet**, miembro del comité de inversión, analizan el posible impacto del resultado de las elecciones estadounidenses en la economía, en los mercados y en la asignación de activos.



- **Las elecciones** tienen como telón de fondo una economía más vulnerable de lo que sugieren sus recientes resultados.
- Un **“red sweep” (mayoría republicana)** sería inflacionista y ampliaría el déficit. Las yields de los bonos aumentarían bruscamente.
- Una **“blue sweep” (mayoría demócrata)** significaría un programa de “impuestos y gastos” que afectaría negativamente a los mercados de renta variable.
- Un **gobierno dividido** mantendría a raya los extremos: los mercados suelen preferir el estancamiento a la incertidumbre política.

UN TELÓN DE FONDO PARADÓJICO



“
Raphaël
GALLARDO

Estados Unidos ha disfrutado de la recuperación pospandémica más sólida de todas las grandes economías desarrolladas. Sin embargo, esta larga expansión ha entrado en una fase de ralentización, a medida que se desvanece la “adrenalina” de las gigantescas medidas de estímulo relacionadas con Covid, un dólar fuerte pesa sobre el sector manufacturero y los elevados tipos reales que se necesitaban para ahuyentar la inflación han aplastado la demanda en sectores sensibles a los tipos, como la construcción y el sector inmobiliario.

Los consumidores siguen llevando la antorcha del crecimiento, pero, a pesar de un bajo nivel de desempleo, la mayor parte del dinamismo procede cada vez más de los quintiles más altos de la distribución de la riqueza, que se benefician de los continuos efectos riqueza de un mercado bursátil ya de por sí caro. El envejecimiento de la población,

el aumento de las transferencias sociales y las subvenciones a la transición energética también han ampliado el déficit fiscal hasta niveles inauditos fuera de recesiones, guerras o pandemias (7% del PIB).



Ésta es la paradoja de estas elecciones. Tras ocho años de buenos resultados de la economía estadounidense y un comportamiento estelar de su mercado de valores, la frustración de los votantes con el estado de la economía ha dado forma a las plataformas electorales de los dos principales candidatos.

El próximo gobierno heredará una economía más vulnerable de lo que sugiere su trayectoria reciente, y por eso las medidas populistas que defienden ambos candidatos podrían tener repercusiones desmesuradas en los mercados financieros.

El verdadero “elefante en la habitación” es que, independientemente del resultado, estas elecciones podrían cambiar el motor de una economía que ha sido la envidia del mundo durante décadas.

IMPACTO DE LOS DISTINTOS ESCENARIOS

Impacto anualizado en 2025-2026 frente a la tendencia actual. Basado en los cálculos de Carmignac a 21/10/2024.

	 54%		 46%	
	ESCENARIO 1	ESCENARIO 3	ESCENARIO 4	ESCENARIO 2
Probabilidad subjetiva	Mayoría Republicana	Sin mayoría	Sin mayoría	Mayoría Demócrata
	38%	16%	29%	17%
PIB	+0,1%	-1,0%	+0,3%	+1,0%
IPC	+1,1%	+1,0%	+0,1%	+0,3%
Saldo presupuestario	-3,2%	-2,1%	-0,4% à -0,7%	-0,7%
Impacto del BPA	+5,0%	Diferenciado según su sensibilidad a las tarifas/la desregulación	Ligeramente positivo	-6% (subidas de impuestos)
Impacto en USD	Fuerte subida, luego riesgo de cola bajista por intervención de la FED	Subida	Bajada	Bajada
Política de la FED en 2025	Referencia del 4% para volver al 5% a finales del 25 hasta que Trump interfiera	Referencia del 4%	Recortes al 3%	Referencia del 4% y luego subidas hasta que el mercado de renta variable sufra una bajada
Yields de los bonos	Muy al alza	Arriba	Plano	Arriba inicialmente

ESCENARIOS DE LOS POSIBLES RESULTADOS

Dada la alta probabilidad de que el Senado se incline por los republicanos y el hecho de que el ganador de la Casa Blanca probablemente se lleve también la Cámara de Representantes, hemos reducido el resultado de las elecciones a cuatro escenarios.

ESCENARIO 1: MAYORÍA REPUBLICANA



“
Raphaël
GALLARDO



IMPLICACIONES ECONÓMICAS

Donald Trump está haciendo campaña sobre una plataforma de proteccionismo, recortes fiscales masivos para empresas y familias, desregulación generalizada (con Elon Musk supuestamente convertido en “jefe de desregulación”), promoción de la extracción de combustibles fósiles y deportaciones masivas.

Mientras que la desregulación, la concesión de permisos energéticos y los recortes del impuesto de sociedades normalmente impulsarían el potencial de oferta de la economía al tiempo que presionarían los precios a la baja (un auge deflacionista), nuestra evaluación es que estas fuerzas se verían contrarrestadas por los efectos negativos (es decir, menor PIB y precios más altos) de los aranceles prohibitivos y de las deportaciones masivas.

Además, los recortes fiscales sobre las rentas del trabajo (propinas, horas extraordinarias, salarios regulares) y las transferencias de la Seguridad Social (pensiones) impulsarían la demanda de consumo, lo que se traduciría en una mayor inflación.

Incluso en una aplicación suavizada de todas las promesas de Trump, el PIB apenas se movería de su tendencia de referencia del 2%, dado un punto de partida sin capacidad ociosa (en mano de obra o capital) y el impacto negativo de los aranceles y las deportaciones en el potencial de oferta futuro.

En este escenario, la inflación se aceleraría en 1,1ppt y el déficit se ampliaría hacia el 10% del PIB.

Esta segunda oleada de inflación obligaría a la Reserva Federal (FED) a interrumpir los recortes de tipos a principios de 2025 y a reanudar las subidas a finales de año. En un primer momento, el dólar se dispararía por la subida de los tipos, la reducción del déficit comercial y la afluencia de capitales extranjeros en busca de una rentabilidad del capital artificialmente más elevada en el mercado de renta variable.

Esta subida del billete verde enfurecería a un presidente mercantilista y podría provocar una degradación temprana del presidente de la FED, Powell, en beneficio de un político designado con una postura más dovish. Esto asustaría a los inversores extranjeros, lo que a su vez conduciría a un dólar más débil.

En el extremo, el éxodo de capital extranjero de los mercados del Tesoro y de renta variable de Estados Unidos invertiría los efectos riqueza que han mantenido la economía estadounidense en los dos últimos años.



Kevin
THOZET



IMPLICACIONES PARA EL MERCADO Y LA INVERSIÓN

Es probable que la reactivación de la “reaganomics” al estilo de los años ochenta alargue inicialmente el mercado alcista de la renta variable y el ciclo económico hasta 2025. Pero la agenda “proempresarial” de Trump sería a costa de tipos reales más altos, lo que entraña nuevos riesgos para el sistema financiero mundial.

Dentro de la renta variable, las empresas más pequeñas y el sector financiero se beneficiarían de la desregulación y los recortes fiscales; los valores de consumo, de un ciclo prolongado; los valores manufactureros, del proteccionismo; y el conjunto de los combustibles fósiles (tanto servicios como infraestructuras), de la priorización de la producción nacional de petróleo y gas.

Para el todopoderoso sector tecnológico, las expectativas son más dispares, dado que las tensiones comerciales con China podrían afectar negativamente a las cadenas de suministro mundiales de firmas como Nvidia o Apple.

A medida que aumenten las perspectivas de crecimiento y la inflación, y se cuestione cada vez más la independencia de la FED, es probable que veamos tipos más altos en todo el mundo. En consecuencia, los rendimientos de los bonos subirán en toda la «curva», pero es probable que los que tienen vencimientos a largo plazo lideren la subida (en un movimiento denominado “bear steepening”).

Es probable que la presión alcista sobre las yields de la renta fija ponga en peligro los activos de más largo plazo (valores de crecimiento) y la renta variable “proxy de bonos”, especialmente dadas las elevadas valoraciones actuales.

Por lo que respecta a la renta fija, la combinación de unas mejores expectativas de crecimiento (al menos en el aspecto cíclico), unas expectativas de inflación más elevadas y los interrogantes sobre la compensación adecuada que exige la tenencia de bonos a más largo plazo, aboga por un enfoque flexible, aunque prudente, de los tipos de interés básicos y una preferencia por los rendimientos reales (es decir, los que tienen en cuenta la inflación) frente a los nominales.

El dólar estadounidense se vería atrapado en el fuego cruzado de la interferencia de Trump con la FED, el excepcionalismo prolongado de EE. UU. y los aranceles. Estos últimos, al ser fundamentales en su plan económico, serían probablemente los que impulsarían la subida del billete verde. Si finalmente el dólar se debilita debido al éxodo de capital extranjero, esto podría llevar a una posible depreciación del mercado de renta variable estadounidense.



Lloyd
McALLISTER

Responsable de
inversiones sostenibles



LA SOSTENIBILIDAD EN EL PUNTO DE MIRA

Desde las últimas elecciones estadounidenses, no se puede negar que el compromiso de hacer frente al cambio climático ha sido un tema polarizador.

La Administración Biden, principalmente a través de la Ley de Reducción de la Inflación (IRA), ha llevado a EE.UU. a una “senda sostenible” que tiene profundas consecuencias. Esto ha provocado el rechazo de los sistemas tradicionales, especialmente tras el aumento del interés por la inversión ESG entre 2015 y 2020.

Claramente, una mayoría republicana (ganar tanto la presidencia como el Congreso) sería el resultado con mayores consecuencias desde una perspectiva de inversión sostenible. Una administración Trump trataría de dismantelar una “arquitectura pro-ESG” para reforzar la “vieja economía” en un momento de cambio global significativo.

Sin embargo, estas consecuencias no deben considerarse de forma aislada, ya que esperamos que el poder estatal siga influyendo significativamente en la actividad económica, que debería mantenerse más estable.

En el caso de una mayoría republicana esperamos:

⇒ Que probablemente Trump inicie los trámites para retirarse del Acuerdo Climático de París.

Esto forma parte del “Proyecto 2025” y es simbólicamente importante para su enfoque de “Estados Unidos primero”. Requeriría la aprobación del Senado, que probablemente se demoraría, pero el mero hecho de iniciar los procedimientos bastaría para demostrar la aplicación de su agenda.

⇒ Presionar a la SEC para que abandone las normas sobre divulgación de información climática.

Estas medidas han sido polémicas incluso bajo una administración demócrata, con una fuerte oposición a la simple obligación de las empresas de revelar los niveles de contaminación, una práctica establecida en el resto del mundo.

⇒ El IRA (Ley de Reducción de la Inflación), que Trump bautizó como la Nueva Estafa Verde, estará bajo la lupa

Se prevé que el IRA reduzca causalmente las emisiones de gases de efecto invernadero en un 8% (a partir de una base prevista) mediante una adopción más rápida de tecnologías limpias. Trump cree que es un despilfarro de dinero y que necesita encontrar dólares para financiar su política de recortes fiscales. Su recién forjada amistad con Elon Musk podría tener consecuencias a la hora de determinar cómo se mueve el hacha, dado su papel de liderazgo propuesto en una “comisión de eficiencia gubernamental”.

60%⁽¹⁾ de los proyectos del IRA están en estados republicanos. Esperamos que estos proyectos reciban apoyo dada su naturaleza (captura y almacenamiento de carbono) y el impulso que suponen para los puestos de trabajo en el sector manufacturero.

La relación de Musk con Trump reduce el riesgo en torno a los vehículos eléctricos, pero no del todo, ya que Musk ha declarado públicamente que la eliminación del crédito fiscal para vehículos limpios beneficiaría a Tesla en relación con sus competidores.

Como "China-hawk", es probable que Trump rescinda la flexibilidad que actualmente ofrece el Tesoro al retrasar las normas sobre la cadena de suministro nacional hasta 2027. Esto forzará una ralentización de la fabricación ecológica, ya que las cadenas de suministro nacionales tardan en construirse. Aunque, en lo que respecta a la fabricación, es probable que Trump sea transaccional. Podría permitir la entrada de fabricantes chinos en Estados Unidos, siempre que la producción se lleve a cabo en el país.

Es probable que las ayudas a las energías limpias sufran recortes, sobre todo la eólica marina, que Trump ha calificado de "horrible".

⇒ Las normas de Biden sobre emisiones de vehículos ligeros -un factor clave para que los fabricantes de automóviles se pasen al VE- serán objeto de escrutinio.

California, que lidera las normas sobre emisiones, exige el visto bueno de la Agencia de Protección del Medio Ambiente (EPA) para imponer requisitos más estrictos que los actuales a nivel federal. Esta petición podría ser rechazada.

⇒ Eliminación de las tasas sobre las emisiones de metano.

Son un factor clave para reducir los gases de efecto invernadero, ya que sin la eliminación de las fugas de metano, la generación de electricidad a partir del gas natural puede ser tan contaminante como la del carbón.

⇒ En términos más generales, y posiblemente con mayores consecuencias a largo plazo, está la posibilidad de que se debiliten las instituciones federales.

El hecho de que la EPA se sometiera y se llene de leales políticos en lugar de científicos tendría un impacto significativo a largo plazo.

Para los inversores, estos cambios suponen una ralentización de la adopción de tecnologías verdes a través de una menor inversión de capital basada en la revisión de los requisitos de la demanda y el aumento de los tipos. Como consecuencia, la incertidumbre en los flujos de caja futuros por la menor inversión de capital, junto con el sentimiento negativo, se traduciría en una reducción de la demanda de valores en los sectores expuestos.

ESCENARIO 2: MAYORÍA DEMÓCRATA



“
Raphaël
GALLARDO



IMPLICACIONES ECONÓMICAS

Kamala Harris tiene básicamente un programa de “impuestos y gastos” que supone entre 5 y 7 billones de dólares (en diez años) en recortes de impuestos y gastos sociales para la clase media, financiados con el impuesto de sociedades.

Suponiendo que los demócratas disfruten incluso de una exigua mayoría en ambas cámaras del Congreso, la presidente Harris podría aprobar la mayoría de estas medidas a través de un proceso de reconciliación a pesar de carecer de una supermayoría en el Senado (aunque las medidas tendrían una duración limitada a 10 años).

Las intensas presiones de K Street y la resistencia de los demócratas moderados acabarían por diluir el proyecto de ley fiscal, pero nos tememos que el resultado más influyente de un plan fiscal de este tipo sería una fuerte revisión a la baja de las perspectivas de beneficios de la renta variable estadounidense.

En efecto, los efectos de riqueza de las acciones han sido el principal motor del crecimiento continuo del consumo privado, por lo que una depreciación del mercado de renta variable estadounidense agravaría la ralentización de la economía estadounidense. En ese caso, la FED debería aplicar audaces recortes de tipos para garantizar un aterrizaje suave de la economía en 2025.



“
Kevin
THOZET



IMPLICACIONES PARA EL MERCADO Y LA INVERSIÓN

El programa “tax and spend” de los demócratas mezclaría básicamente nuevos gastos sociales con grandes subidas de impuestos, limitando así el impacto sobre los tipos a largo plazo.

Los recortes del gasto discrecional, como el de defensa, junto con el aumento de la regulación y la fiscalidad de las empresas repercutirían negativamente en las expectativas de beneficios y reducirían el rendimiento del capital, amenazando así las actuales valoraciones de las acciones y el dólar estadounidense.

Esperamos un impacto negativo del -6% en el crecimiento de los beneficios por acción para 2025 como consecuencia de un aumento del impuesto de sociedades del 21% al 28%. Estas medidas también podrían afectar a los múltiplos de valoración. El precio medio de las acciones del S&P 500 es de 22 veces los beneficios del próximo año, lo que probablemente refleja los excepcionales márgenes de beneficio actuales de las empresas estadounidenses. Un impuesto de sociedades del 28% situaría a EE.UU. al mismo nivel que países como los Países Bajos, Canadá o Francia, donde las valoraciones medias son 7 veces inferiores a las de sus homólogos estadounidenses.

Las políticas de Harris podrían estimular el gasto de consumo entre las personas de renta baja y media, mientras que el cuartil superior de asalariados (que representa cerca del 50% del consumo total de EE.UU.) se vería afectado negativamente. Como

resultado, el «extremo de valor» del espectro de consumo podría beneficiarse a expensas del «extremo premium». Se espera que los Productos de Consumo no Básico obtengan mejores resultados que el sector del consumo discrecional en un periodo de incertidumbre bursátil. El primero también se vería menos afectado por la subida del impuesto de sociedades.

El sector inmobiliario se beneficiaría de los planes para construir millones de viviendas y ayudar a los compradores primerizos con depósitos. La sanidad y las energías renovables también podrían prosperar, dado que Harris ha contribuido en su Vicepresidencia a la puesta en marcha de cuantiosas subvenciones en apoyo del acceso a la sanidad y la mitigación del cambio climático.

En los mercados de renta fija, algún tipo de «responsabilidad» fiscal (aunque no enorme, dado que el presupuesto seguiría registrando un déficit adicional estimado del +0,7%), unos impuestos más altos y una mayor dinámica recesiva probablemente mantendrían en última instancia los rendimientos de los bonos en orden, tras un periodo inicial en el que subirán, gracias a un crecimiento económico más optimista. Los ajustes a la baja a más largo plazo de las valoraciones de las acciones estadounidenses y la consiguiente repercusión negativa en la confianza de los consumidores, significa que los rendimientos de los bonos empezarían finalmente a tender a la baja.

ESCENARIO 3: GOBIERNO DIVIDIDO

Presidente republicano,
Senado republicano, Cámara demócrata



“
Raphaël
GALLARDO



IMPLICACIONES ECONÓMICAS

Incluso sin el control de la Cámara, Trump podría promulgar algunos pilares clave de su programa: imponer aranceles, cerrar la frontera, reasignar algunos fondos federales para financiar una campaña de deportación y desregular la economía mediante órdenes ejecutivas y nombramientos de jueces favorables a las empresas.

Lo que no podría hacer es aprobar todos sus recortes fiscales prometidos. Es cierto que los demócratas probablemente aceptarían una renovación de algunos de los recortes fiscales de 2017 limitados a las clases medias, pero eso seguiría suponiendo un endurecimiento de la postura fiscal.

En conjunto, este cóctel sería netamente estanflacionista (caída del PIB de 1,6 puntos frente al potencial, inflación del 0,6%).

La magnitud de la desaceleración probablemente convencería a Trump de suavizar algunas de sus políticas emblemáticas, pero los mercados financieros seguirían sufriendo la reintegración de una prima de riesgo de estanflación en la renta fija y variable.

ESCENARIO 4: GOBIERNO DIVIDIDO

Presidente demócrata,
Senado republicano, Cámara demócrata



“
Raphaël
GALLARDO



IMPLICACIONES ECONÓMICAS

Dado que la agenda de Harris consiste principalmente en políticas redistributivas, la falta de control del proceso presupuestario (que requiere la aprobación de ambas cámaras) significa que su agenda quedaría muerta al llegar.

Si los demócratas controlan una cámara (probablemente la Cámara de Representantes), podrían llegar a un acuerdo sobre la renovación de los recortes fiscales de 2017 a cambio de un aumento del gasto social. En ese caso, la orientación fiscal podría ser más positiva a finales de año y facilitar la búsqueda de un aterrizaje suave, con la ayuda de una FED en una senda metódica de bajada de tipos.

ESCENARIO 3 & 4: GOBIERNO DIVIDIDO



“
Kevin
THOZET



IMPLICACIONES PARA EL MERCADO Y LA INVERSIÓN

Los gobiernos divididos han sido sinónimo de periodos de volatilidad controlada y resultados favorables en los mercados. Esto implica cierto compromiso fiscal que lleve a un impulso fiscal positivo, es decir, nada emocionante pero tampoco nada dramático. Y, probablemente, impediría que las medidas más “perturbadoras” de los candidatos llegaran a buen puerto. En última instancia, los mercados prefieren la estabilidad en punto muerto a la incertidumbre política.

En una presidencia de Trump, probablemente aprobaría algunas de sus medidas más inflacionistas, pero sin el control total de las dos cámaras, hay un potencial limitado para las políticas pro-crecimiento. Una combinación que probablemente le haría retroceder en algunas medidas, pero con el riesgo para los mercados de un período en el que la combinación negativa de precios más altos y menor crecimiento (“estanflación”) se refleje primero en los precios de los activos.

No obstante, independientemente de quién se haga con la presidencia, la mayor probabilidad de que se reanude la parálisis podría, contraintuitivamente, dar lugar a un entorno de mercado positivo, ya que daría lugar a una mayor inyección de liquidez en el sistema, con el Tesoro estadounidense asaltando (de nuevo) su cuenta general en la FED. Asimismo, dada la dificultad de un gobierno "lame-duck" para promulgar importantes ayudas fiscales, la FED tendría que hacer la mayor parte del trabajo pesado sin tener que preocuparse por la presión inflacionista.

En cuanto a los sectores, es probable que se busquen valores de crecimiento que dependan menos (o, en algunos casos, no dependan) del ciclo económico para prosperar. Mientras que los más dependientes del gasto público o de la regulación, como los servicios medioambientales, y los que se apoyan en la confianza y el gasto de los consumidores, como los servicios financieros, se quedarían rezagados, con la excepción de las infraestructuras, que podrían beneficiarse de una posición intermedia y del apoyo bipartidista.

INFORMACIÓN LEGAL

COMUNICACIÓN PUBLICITARIA.

Consulte el KID/folleto antes de tomar una decisión final de inversión. Este documento es una comunicación de marketing.

Se prohíbe la reproducción, ya sea total o parcial, de este documento sin el consentimiento previo de la gestora. No constituye una oferta de suscripción ni un asesoramiento de inversión. La información aquí contenida podría no ser completa y estar sujeta a modificación sin preaviso alguno.