



Monthly Macro Insights — Diciembre de 2024



Marc-Antoine Collard
Chief Economist – Director of
macroeconomic research

Aunque el crecimiento mundial se ha mostrado resistente al endurecimiento de las políticas, han surgido divergencias significativas entre países, y el resultado de las elecciones estadounidenses ha aumentado los riesgos de que esa tendencia se amplifique. Además, al optar por no actuar sobre la base de ninguna hipótesis acerca de lo que podría promulgar la administración estadounidense entrante, combinado con los largos y variables desfases de la política monetaria, la Fed tendrá dificultades para contener las consecuencias económicas de las prioridades de Donald Trump.

La divergencia regional seguirá aumentando

Estados Unidos experimentó el crecimiento del PIB más rápido de todos los países del G7 en los dos últimos años¹, y este excepcionalismo ha sido en general positivo para el crecimiento en otros lugares, ya que la demanda estadounidense impulsó los flujos comerciales mundiales y los precios de los activos.

En medio de promesas de una política fiscal laxa y estimulada por el espíritu animal de las empresas, la economía estadounidense debería mantenerse robusta a corto plazo. Además, la introducción de aranceles sobre todas las importaciones podría fomentar la

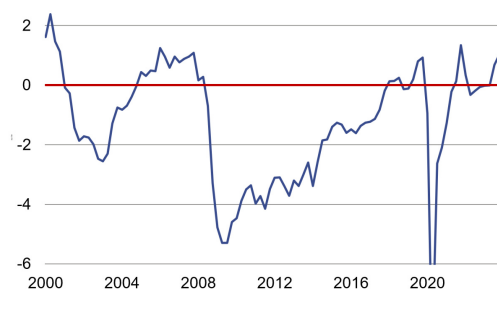
actividad económica, ya que la demanda se desplaza de los bienes extranjeros a los nacionales, lo que permitiría mejorar el déficit comercial del país.

Sin embargo, los efectos positivos iniciales podrían desvanecerse y posiblemente revertirse, y el impacto en la confianza empresarial fuera de EE.UU. de la amenaza de una guerra comercial cada vez mayor puede ser el canal de transmisión más importante. Se espera que China sea el país más afectado por la nueva administración estadounidense y, en consecuencia, los socios comerciales de China en la región se enfrentarán probablemente a los efectos indirectos del debilitamiento de su demanda. Aunque el crecimiento europeo se verá impulsado por la boyante demanda inicial de EE.UU., se espera que estos beneficios se vean contrarrestados por un crecimiento más débil en Asia y una sombría confianza empresarial, especialmente si también se imponen aranceles a la región.

En Estados Unidos, el aumento inicial de la demanda en una economía que ya está en pleno empleo y con una brecha de producción positiva presionará al alza los precios, mientras que la inflación ya está por encima del objetivo. Además, las represalias chinas y europeas perjudicarían a los exportadores, por lo que, tras la mejora inicial, la balanza comercial estadounidense se deteriorará.

US - Output Gap

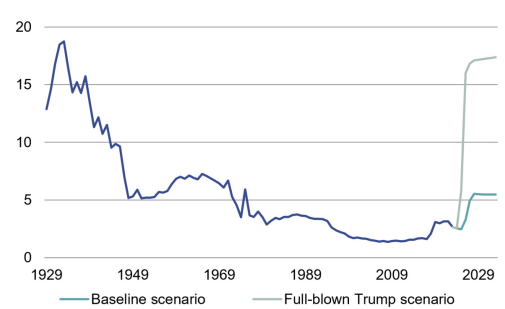
in %, CBO



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

US - Effective tariff rate

in %



Sources : Oxford Economics, Rothschild & Co AM, November 2024.

Aumenta el riesgo de inflación en EE.UU.

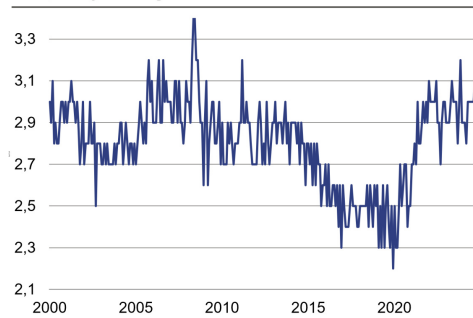
Tras el temporal impacto positivo inicial, el descenso de las importaciones y exportaciones puede provocar una reducción de la actividad económica. Esto, combinado con unos tipos de interés más altos debido al aumento de la inflación, podría dejar a la administración entrante con poco que mostrar por el aumento de los aranceles. Obviamente, esto supone que la respuesta de la política monetaria de la Reserva Federal será coherente con sus objetivos de empleo e inflación, lo que parece una hipótesis muy probable. De hecho, en la primera conferencia de política monetaria de la Fed desde las elecciones estadounidenses, el presidente Powell subrayó que Trump carece de autoridad legal para despedirle antes del final de su mandato en mayo de 2026, que tiene previsto cumplir.

La Fed evita especular sobre cómo podrían influir en la política monetaria las promesas de Trump de subir aranceles, deportaciones masivas y bajar impuestos. Mientras se lleva a cabo un análisis sobre los efectos de tales medidas, la Fed no las tendrá en cuenta en su formulación de políticas hasta que se conviertan en ley. Aunque prudente en el actual entorno de polarización política, este enfoque no está exento de riesgos.

De hecho, si la nueva Administración decide aplicar bruscamente algunas de sus políticas -como las relacionadas con los aranceles o las deportaciones-, la respuesta de la Reserva Federal se produciría muy probablemente demasiado tarde para mitigar por completo el impacto económico. En este sentido, el encarecimiento de las importaciones, así como la escasez de mano de obra provocada por una política de inmigración mucho más estricta, elevarían la inflación y presionarían al alza unas expectativas de inflación que ya han alcanzado niveles pocas veces vistos en las últimas décadas, según las encuestas de hogares. A su vez, esto aumentaría la incertidumbre y haría necesarios ajustes monetarios más agresivos, lo que llevaría a una subida de los tipos de interés, especialmente si empeoran las perspectivas fiscales.

US - Inflation expectations

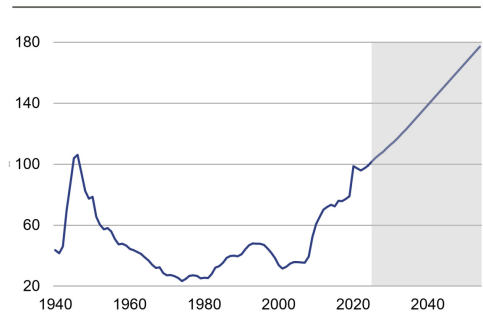
in %, U. of Michigan



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

US - Debt

in % of GDP



Sources : CBO, CRFB, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

Frágiles perspectivas fiscales para Estados Unidos

Los niveles de deuda pública son elevados en todo el mundo, y Estados Unidos no es una excepción. Su deuda alcanza niveles récord y la trayectoria a largo plazo es insostenible, aunque se desconoce el punto de inflexión exacto. La Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) predice que la deuda federal bruta alcanzará más del 122% del PIB en 2034², un nivel superior al de cualquier otro momento de la historia de Estados Unidos. Se prevé que el déficit presupuestario federal aumente hasta el -6,3% del PIB en el periodo 2025-2034², muy por encima del -3,8% registrado de media en los últimos 50 años².

Aun así, se trata de estimaciones conservadoras, ya que asumen que los recortes de impuestos corporativos y personales de la Ley de Recorte de Impuestos y Empleos de 2017 (TCJA, por sus siglas en inglés) -que se supone que expiran a finales de 2025- no se prorrogarán, lo cual es un resultado poco probable dado que los republicanos controlan el Congreso y la Casa Blanca. Se trata de un resultado poco probable, dado que los republicanos controlan el Congreso y la Casa Blanca. De hecho, si se prorrogaran todas las

disposiciones fiscales, el déficit sería mayor y la deuda superaría el 136% del PIB en 2034². Es más, las proyecciones de referencia de la CBO suponen que no se producirá una recesión en EE.UU. en los próximos diez años, que la inflación volverá a niveles normales y se mantendrá en ellos y que, en consecuencia, los costes de financiación de la deuda se mantendrán bajos. Es evidente que unos tipos de interés más altos durante más tiempo suponen un reto para la capacidad de servicio.

Sin embargo, algunos inversores parecen confiar en que el déficit podría reducirse recortando el gasto, especialmente desde que Elon Musk, consejero delegado de Tesla, ha sido nombrado codirector del nuevo Departamento de Eficiencia Gubernamental, y ha sugerido que sería posible recortar drásticamente el gasto erradicando el despilfarro. ¿Hasta qué punto es realista esta propuesta?

Alrededor del 43,5% de los 6,7 billones de dólares del presupuesto federal son obligatorios, lo que significa que deben gastarse por ley en los beneficiarios. Eso incluye la Seguridad Social, que se traduce principalmente en pensiones para los estadounidenses que superan la edad de jubilación, y Medicare, un programa de seguro médico financiado por el Gobierno que atiende principalmente a los estadounidenses mayores de 65 años. Trump no solo nunca ha mencionado recortes profundos en esos programas tan populares, sino que hizo campaña en una plataforma de hacer que la Seguridad Social sea más generosa financieramente, no menos, eliminando el impuesto sobre la renta que se paga por ella. Mientras tanto, el 14% del presupuesto se destina al pago de intereses de la deuda nacional², lo que significa que esa línea de gasto no puede reducirse sin poner al Gobierno estadounidense en suspensión de pagos.

En cambio, el llamado gasto público discrecional es un desembolso que no está consagrado de forma permanente en la ley, y tiene que ser votado anualmente por los legisladores. Representa el 42,5% del gasto total² y, aunque estos organismos podrían orientarse más fácilmente, también incluye la defensa (12%)², que es bastante incompresible.

En resumen, sólo el 30% del presupuesto federal podría experimentar de forma realista recortes significativos del gasto⁴, y aún así incluye organismos como los de transporte, educación, agricultura y Seguridad Nacional, que desempeñan importantes funciones gubernamentales, sobre todo teniendo en cuenta que EE.UU. ya gasta una parte considerablemente menor que otras economías avanzadas.

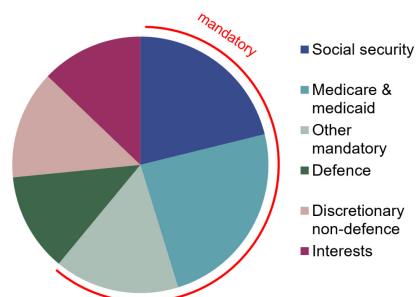
En general, una deuda elevada reduce el espacio fiscal y la capacidad de los gobiernos para responder a las recesiones económicas. También desplaza las inversiones que fomentan el crecimiento y aumenta el riesgo de crisis soberana. Si Trump promulgara todas las medidas que ha sugerido, cabe preguntarse cuántos años harán falta para que los inversores cuestionen la ausencia de riesgo de los bonos del Tesoro estadounidense, lo que aumentaría notablemente la volatilidad del mercado de renta fija estadounidense.

La decisión de Trump de elegir a Scott Bessent como próximo secretario del Tesoro se ha interpretado como una opción favorable a Wall Street para salvaguardar la estabilidad de los mercados. Sin embargo, Bessent se ha mostrado partidario de que los aranceles sirvan a un doble propósito: aumentar los ingresos públicos para compensar los recortes fiscales y hacer frente a los desequilibrios económicos mundiales. Cree que las guerras

comerciales no son negativas para el crecimiento ni positivas para la inflación, una opinión poco ortodoxa entre los economistas, por no decir otra cosa.

US - Public spending

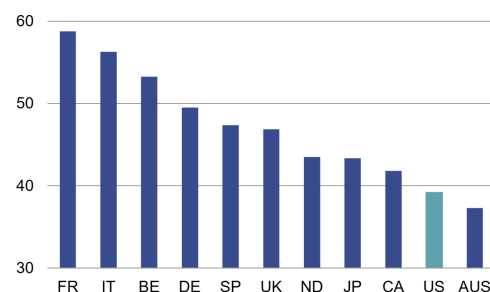
in % of total



Sources : CBO, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

World - Public spending

in % of GDP



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

Performance of the indices and interest rate levels

	Price as of 29/11/2024	1 month % change	2024 % change
Equity markets			
CAC 40	7 235	-1.6%	-4.1%
Euro Stoxx 50	4 804	-0.5%	6.3%
S&P 500	6 032	5.7%	26.5%
Nikkei 225	38 208	-2.2%	14.2%
Currencies			
EUR/USD	1.06	-2.8%	-4.2%
EUR/JPY	158.41	-4.3%	1.7%
Interest rates			
	Price as of 29/11/2024	1 month bp ⁽¹⁾	2024 bp ⁽¹⁾
3 month			
Eurozone	2.87%	-20	-74
United States	4.49%	-6	-85
10 years			
Eurozone	2.09%	-30	6
United States	4.17%	-12	29

(1) Basis point.
Source: Bloomberg, data as of 29/11/2024. Performances in local currency.
Past performance is not a reliable indicator of future performance and is not constant over time. Index's performance is calculated on the basis of net dividend reinvested

Escrito completado el 4 de Diciembre de 2024.

Consulte este documento en nuestro sitio web



-
- (1) Fuente: OCDE, crecimiento del PIB de la OCDE, agosto de 2024.
 - (2) Fuente: Oficina Presupuestaria del Congreso, diciembre de 2024.
 - (3) Fuente: US Bureau of Labor Statistics, diciembre de 2024.
 - (4) Fuente: Rothschild & Co Asset Management, diciembre de 2024.

Los comentarios y análisis en este documento se proporcionan únicamente con fines informativos y no constituyen ninguna recomendación o consejo de inversión. Rothschild & Co Asset Management no puede ser responsabilizado por ninguna decisión tomada sobre la base de los elementos contenidos en este documento o inspirados por ellos (se prohíbe la reproducción total o parcial sin el acuerdo previo de Rothschild & Co Asset Management). En la medida en que se utilicen datos externos para establecer los términos de este documento, estos datos provienen de fuentes confiables, aunque no se garantiza su exactitud o integridad. Rothschild & Co Asset Management no ha verificado de manera independiente la información contenida en este documento y no puede ser responsable de errores, omisiones o interpretaciones de la información contenida en este documento. Este análisis es válido únicamente en el momento de la redacción de este informe.

Rothschild & Co Asset Management, constituida bajo las leyes de Francia, registrada en el Registro Mercantil de París RCS Paris 824 540 173. Es una sociedad gestora autorizada por la Autorité des Marchés Financiers con el número GP 17000014, con sede en 29, avenue de Messine, 75008 París, Francia.

Ninguna parte de este documento puede ser reproducida, total o parcialmente, sin el permiso previo por escrito de Rothschild & Co Asset Management, bajo pena de acciones legales. .

Acerca de la división de gestión de activos de Rothschild & Co

La división especializada en gestión de activos del grupo Rothschild & Co ofrece servicios personalizados de gestión a una amplia clientela de inversores institucionales, intermediarios financieros y distribuidores. Articulamos nuestro desarrollo alrededor de una gama de fondos abiertos aprovechando nuestras aptitudes y competencias de gran recorrido en gestión activa y convicción, así como en gestión delegada. Con sede en París y delegaciones en 10 países de Europa, gestionamos más de 50 mil millones de euros y contamos con un equipo de 200 colaboradores⁽¹⁾.

Más información en: www.am.eu.rothschildandco.com

(1) Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 31/07/2026.

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Suiza

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Alemania – Austria

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Bélgica – Países Bajos – Luxemburgo

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Italia

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

España

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31

