



"In the best markets, on top of business"

**Reporte Semanal de Inversión**  
2 de Diciembre de 2024

## RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

---

La reducida semana en Wall Street giró en torno a dos palabras clave de moda: "aranceles" e "inflación". Aunque estas preocupaciones despertaron cierto recelo, la renta variable estadounidense logró desafiar el ruido, y el índice de referencia S&P 500 registró su segunda subida semanal consecutiva y cerró en máximos históricos. Al cierre de la semana, el S&P 500 subía un **1,38%**, mientras que el Nasdaq avanzaba un ligero **0,50%** y el Dow Jones un sólido **3,03%**.

Los inversores vislumbraron lo que podría definir el segundo mandato de Donald Trump. El presidente electo anunció planes para imponer aranceles del 25% a las importaciones procedentes de México y Canadá y dejó entrever la idea de un impuesto adicional del 10% sobre los productos chinos. Estas posibles políticas comerciales están a punto de inyectar incertidumbre en las cadenas de suministro mundiales y plantear preguntas sobre su impacto en las empresas y los consumidores estadounidenses.

En vísperas del Día de Acción de Gracias, los participantes de mercado se vieron inundados por una avalancha de datos económicos. Entre los datos más destacados, se mantuvo la estimación de crecimiento del PIB del tercer trimestre en el 2,8%, junto con la lectura de octubre del índice de precios subyacente de

los gastos de consumo personal, una medida de inflación muy vigilada por la Reserva Federal. Los datos se situaron ligeramente por encima de las expectativas, lo que indica que las presiones inflacionistas no han desaparecido por completo.

Las actas de la reunión de noviembre de la Reserva Federal revelaron un tono cauteloso entre los responsables políticos. Los debates se centraron en la posibilidad de suspender los recortes de tipos si la inflación sigue siendo persistentemente alta, lo que indica que el camino a seguir por el banco central no está tan claro.

Por lo que respecta a los consumidores, los compradores vuelven a estar en plena forma estas temporadas altas, estableciendo nuevos récords de gasto. Incluso con presupuestos más ajustados e ingresos más bajos, la gente no se contuvo, y el Día de Acción de Gracias se registraron compras por Internet por alrededor de 6.100 millones de dólares. Es una clara señal de que la alegría navideña y la comodidad de las compras por Internet mantienen fuerte la demanda de los consumidores.

En otro orden de ideas, la SEC ha dado luz verde a la primera bolsa estadounidense diseñada para operar

prácticamente las 24 horas del día, lo que supone una importante evolución en la accesibilidad de la negociación. El 24X National Exchange, respaldada por el multimillonario Steve Cohen, está llamada a redefinir el funcionamiento de los mercados.

El despliegue se producirá por etapas, con el lanzamiento inicial previsto para el segundo semestre de 2025, lo que marcará el inicio de una nueva era de participación casi ininterrumpible en los mercados.

# FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

## FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

### 26 de Noviembre

#### Ventas de viviendas nuevas

610.000 actuales frente a 725.000 de la encuesta.

### Conf. Confianza de los consumidores

Actual 111,7 frente a encuesta 111,8.

### 27 de Noviembre

#### Solicitudes de hipotecas MBA

Actual 6,30%.

### PIB intertrimestral anualizado

Actual 2,8% Vs. Encuesta 2,8%.

### Pedidos de bienes duraderos

Actual 0,20% Vs. Encuesta 0,50%.

### Peticiones iniciales de subsidio de desempleo

213.000 actuales frente a 215.000 de la encuesta.

### Gasto personal

Actual 0,40% Vs. Encuesta 0,40%.

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	3,789.28	0.62% →	1.92%	19.57%
MSCI EM	1,079.65	-0.70% →	-5.00%	5.46%
MSCI EM LATIN AMERICA	1,999.18	-2.94% ↓	-7.63%	-24.92%
MSCI AC ASIA x JAPAN	704.02	-0.30% →	-4.71%	9.74%
<b>USA</b>				
S&P 500 INDEX	5,998.74	1.38% ↗	3.01%	25.76%
NASDAQ COMPOSITE	19,060.48	0.50% →	2.66%	26.97%
DOW JONES INDUS. AVG	44,722.06	3.03% ↗	5.51%	18.66%
RUSSELL 2000 INDEX	2,426.19	4.33% ↗	8.12%	19.69%
<b>EUROPE</b>				
STXE 600 (EUR) Pr	507.70	-0.15% →	-1.99%	5.99%
Euro Stoxx 50 Pr	4,770.76	-0.38% →	-3.62%	5.51%
DAX INDEX	19,500.98	0.92% →	0.12%	16.41%
CAC 40 INDEX	7,198.05	-0.79% →	-4.17%	-4.58%
FTSE MIB INDEX	33,269.92	-0.67% →	-4.74%	9.61%
IBEX 35 INDEX	11,583.80	-0.62% →	-1.79%	14.67%
SWISS MARKET INDEX	11,701.22	-0.13% →	-3.30%	5.06%
FTSE 100 INDEX	8,270.41	0.10% →	0.62%	6.95%
<b>ASIA</b>				
NIKKEI 225	38,208.03	-0.20% →	0.41%	14.18%
HANG SENG INDEX	19,423.61	1.01% ↗	-5.28%	13.94%
CSI 300 INDEX	3,916.58	1.32% ↗	0.68%	14.15%
SENSEX	79,802.79	0.87% →	0.10%	10.47%
<b>LATAM</b>				
S&P/BMV IPC	49,941.27	-0.47% →	-2.39%	-12.97%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	124,821.69	-3.33% ↓	-4.52%	-6.98%
MSCI COLCAP INDEX	1,397.58	0.40% →	4.34%	16.93%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	6,603.42	0.60% →	-1.04%	6.55%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD/HLTH CARE	374.79	1.81% ↗	-2.46%	6.07%
MSCI WRLD/COMM SVC	124.17	1.75% ↗	2.00%	29.33%
MSCI WORLD/UTILITY	176.29	1.60% ↗	1.64%	18.37%
MSCI WORLD/CON STPL	291.76	1.36% ↗	1.03%	8.08%
MSCI WORLD/CONS DIS	453.67	1.30% ↗	6.65%	16.65%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	146.84	0.84% →	6.55%	28.17%
MSCI WORLD/INDUSTR	428.80	0.68% →	2.78%	18.23%
MSCI WORLD BANK INDEX	132.30	0.54% →	6.19%	28.98%
MSCI WORLD/MATERIAL	348.17	-0.04% →	-3.03%	0.26%
MSCI WORLD/INF TECH	778.50	-0.63% →	-0.64%	29.95%
PHILA GOLD & SILVER INDX	149.77	-1.25% ↓	-9.74%	19.16%
MSCI WORLD/ENERGY	262.91	-2.25% ↓	4.52%	7.61%
<b>US RATES</b>	<b>Last</b>	<b>5 Days Close</b>	<b>12M Close</b>	
2Y	4.20	4.37	-0.17	4.65 -0.45
5Y	4.10	4.29	-0.20	4.21 -0.11
10Y	4.22	4.40	-0.18	4.26 -0.04
<b>BONDS CREDIT SPREAD</b>	<b>5 Days Close</b>		<b>12M Close</b>	
EM Bonds Spread	302.09	297.7	4.4	347.83 -45.7
HY Bonds Spread	293.00	287.0	6.0	423.00 -130.0
BBB 10yr Spread	146.66	140.6	6.1	178.60 -31.9
CoCos Spread	263.70	248.6	15.1	385.40 -121.7
<b>FIXED INCOME</b>	<b>5 Days</b>		<b>1 Month YTD</b>	
US High Yield	2,690.08	0.25%	↗	0.83% 8.47%
EM Bonds USD	1,260.38	0.74%	↗	0.80% 7.63%
EM Local Currency	133.35	0.61%	↗	-0.46% -0.63%
CoCos USD	134.12	1.11%	↗	-0.56% 5.73%
IG BBB 3-5yr USD	368.86	1.03%	↗	0.83% 2.14%
IG AA Corp USD	273.12	1.17%	↗	0.66% 4.70%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
<b>CRB INDEX</b>	286.72	0.17% →	3.24%	8.68%
WTI	69.26	-1.20% ↓	3.05%	-3.34%
Brent	73.76	-3.06% ↓	2.21%	-4.95%
US Natural Gas	3.32	-0.48% →	41.65%	32.18%
<b>S&amp;P GSCI Precious Metal</b>	<b>3,450.87</b>	<b>-1.39%</b> ↓	<b>-3.93%</b>	<b>28.46%</b>
Gold	2,660.11	-2.06% ↓	-4.13%	28.95%
Silver	30.82	-1.68% ↓	-10.55%	29.52%
Platinum	944.65	-2.24% ↓	-10.14%	-4.76%
Palladium	990.72	-2.09% ↓	-18.22%	-9.95%
<b>S&amp;P GSCI Ind Metal Index</b>	<b>450.47</b>	<b>0.18%</b> →	<b>-3.05%</b>	<b>6.58%</b>
Aluminum	2,599.00	-1.24% ↓	-1.76%	9.02%
Copper	8,884.35	-0.01% →	-5.46%	4.97%
Nickel	15,837.58	2.33% ↗	0.55%	-3.28%
<b>S&amp;P GSCI Agriculture</b>	<b>372.55</b>	<b>0.29%</b> →	<b>4.61%</b>	<b>-3.69%</b>
<b>CURRENCIES</b>	<b>Last</b>	<b>5 Days</b>	<b>1 Month</b>	<b>YTD</b>
CHF vs. USD	0.8813	1.43% ↗	-1.59%	-4.53%
JPY vs. USD	150.1500	3.08% ↗	2.14%	-6.07%
CAD vs. USD	1.4008	-0.21% ↓	-0.66%	-5.46%
EUR vs. USD	1.0565	1.41% ↗	-2.35%	-4.29%
GBP vs. USD	1.2696	1.32% ↗	-2.45%	-0.27%
AUD vs. USD	0.6504	0.05% ↗	-0.87%	-4.52%
BRL vs. USD	6.1061	-4.90% ↓	-5.64%	-20.45%
MXN vs. USD	20.4086	0.14% ↗	-1.68%	-16.84%
COP vs. USD	4,429.05	-0.28% ↓	-0.92%	-12.96%
CNY vs. USD	7.2415	0.09% ↗	-1.55%	-1.95%
EUR vs. CHF	0.9311	0.00%	↗	0.77% -0.24%
DOLLAR INDEX	105.9720	-0.93% ↓	1.59%	4.58%
BITCOIN	96,882.09	-0.16% ↓	33.98%	127.92%

## FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

### 2 de Diciembre

#### PMI manufacturero global de EE.UU. de S&P

Encuesta 49.

### ISM manufacturero

Encuesta 47.6.

### 4 de Diciembre

#### Variación del empleo ADP

Encuesta 158K.

### Índice ISM de servicios

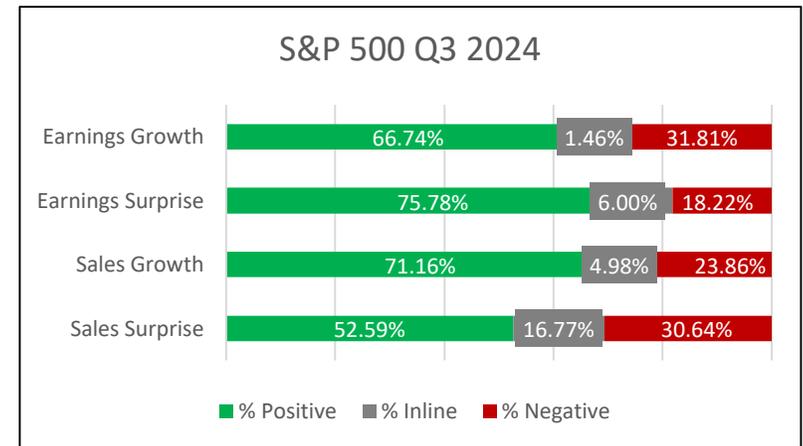
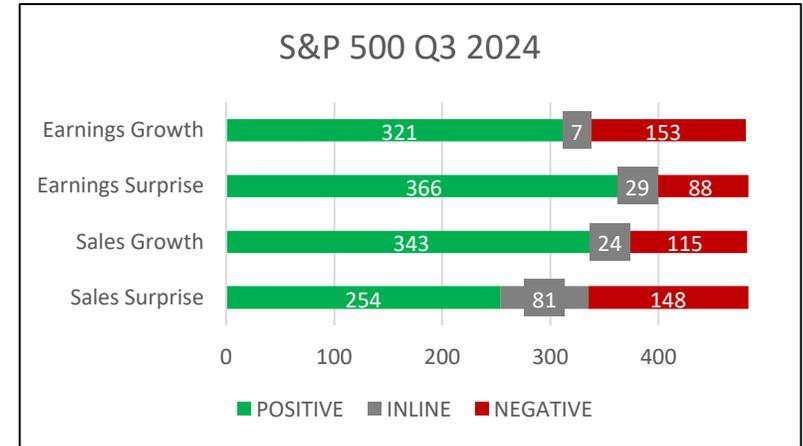
Encuesta 55.5.

### Pedidos a fábrica

Encuesta 0,40%.

# 3T 2024 - Resultados

- Los resultados de crecimiento de los beneficios del tercer trimestre de 2024 muestran que 321 empresas, es decir, el 66,74% del S&P 500, registraron un crecimiento positivo, mientras que 153 empresas (el 31,81%) registraron descensos. Un pequeño grupo del 1,46% obtuvo resultados en línea con las expectativas, lo que refleja un comportamiento variado entre sectores.
- En cuanto a las sorpresas sobre los beneficios, 366 empresas (75,78%) superaron las expectativas, mientras que 88 (18,22%) se quedaron cortas y 29 (6,00%) cumplieron las estimaciones. El elevado número de sorpresas positivas sugiere que muchas empresas están sorteando eficazmente el actual entorno económico.
- En cuanto al crecimiento de las ventas, 343 empresas (71,16%) registraron aumentos, mientras que 115 (23,86%) experimentaron descensos. Otras 24 empresas (4,98%) cumplieron las expectativas, mostrando una demanda estable en muchas áreas, pero también retos en algunos sectores.
- Las sorpresas en ventas muestran que 254 empresas (52,95%) superaron las expectativas de ventas, 148 empresas (30,64%) no alcanzaron las previsiones y 81 (16,77%) igualaron las estimaciones. Aunque la mayoría de las empresas superaron sus expectativas de ventas, los resultados negativos reflejan la debilidad de algunos mercados.



Fuente : Bloomberg

## 3T 2024 - Resultados

Crecimiento en Beneficios				
	Positivo	En Linea	Negativo	%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>321</b>	<b>7</b>	<b>153</b>	<b>8.17%</b>
Materiales	14	1	12	-7.03%
Industriales	47	1	20	-11.23%
Productos de primera necesidad	20	0	13	3.24%
Energia	7	1	16	-23.65%
Tecnologia	44	0	15	18.06%
Consumo Discrecionario	30	0	18	16.61%
Comunicaciones	19	1	4	21.68%
Finanzas	60	1	15	6.44%
Salud	39	0	21	14.09%
Servicios	22	1	8	13.03%
Inmobiliario	19	1	11	1.43%

Sorpresa en los Resultados				
	Positivo	En Linea	Negativo	%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>366</b>	<b>29</b>	<b>88</b>	<b>6.91%</b>
Materiales	14	1	13	-0.74%
Industriales	52	4	14	3.16%
Productos de primera necesidad	25	2	6	3.38%
Energia	14	1	8	5.06%
Tecnologia	52	5	2	3.77%
Consumo Discrecionario	30	3	15	9.96%
Comunicaciones	22	1	1	14.06%
Finanzas	64	2	9	7.15%
Salud	53	2	6	9.04%
Servicios	21	2	8	10.26%
Inmobiliario	19	6	6	-1.10%

Crecimiento en Ventas				
	Positivo	En Linea	Negativo	%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>343</b>	<b>24</b>	<b>115</b>	<b>5.08%</b>
Materiales	14	1	12	-0.29%
Industriales	46	3	20	-1.46%
Productos de primera necesidad	16	4	13	1.84%
Energia	11	2	11	-5.37%
Tecnologia	47	0	12	11.46%
Consumo Discrecionario	30	3	15	5.83%
Comunicaciones	19	2	3	8.25%
Finanzas	62	3	11	6.08%
Salud	49	3	8	10.44%
Servicios	23	3	5	3.91%
Inmobiliario	26	0	5	7.08%

Venta Sorpresa				
	Positivo	En Linea	Negativo	%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>254</b>	<b>81</b>	<b>148</b>	<b>1.31%</b>
Materiales	9	4	15	-0.57%
Industriales	22	19	29	-0.53%
Productos de primera necesidad	14	5	14	0.32%
Energia	11	1	11	2.41%
Tecnologia	46	8	5	1.38%
Consumo Discrecionario	20	4	24	1.31%
Comunicaciones	11	7	6	0.87%
Finanzas	44	14	17	1.30%
Salud	47	8	6	3.19%
Servicios	11	1	19	-1.28%
Inmobiliario	19	10	2	1.67%

Fuente : Bloomberg

*Solo para uso del receptor - Esta presentación no es para el uso o distribución al publico en general.*

# VISIÓN DE IN ON CAPITAL SA

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			█
Renta Variable		█	
Alternativos			█
Regions (Equity)	U	N	O
North America		█	
Europe		█	
Emerging Markets		█	
Japan		█	
Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples			█
Health Care		█	
Telcom Services		█	
Utilities			█
Consumer Disc.	█		
Energy		█	
Financials			█
Industrials		█	
Technology		█	
Real Estate		█	
Materials		█	

La elección de Donald Trump como presidente está cambiando el panorama mundial y dando un impulso al sentimiento de los inversores. A pesar de la sobrecompra, el mercado sigue en modo de riesgo y el dólar se ha fortalecido con fuerza.

Debido a las diferentes medidas que el nuevo Presidente está a punto de aplicar, el mercado estadounidense se ve ahora favorecido en comparación con las demás regiones. Europa está obteniendo malos resultados y los mercados emergentes se ven afectados por la actual fortaleza del dólar, por lo que hemos decidido infraponderarlos. Algunos sectores, como el bancario, se ven favorecidos por las nuevas normativas, razón por la que decidimos revalorizar el sector. Por otro lado, el sector sanitario se enfrentará a varios cambios e incertidumbre, por lo que decidimos rebajarlo a neutral.

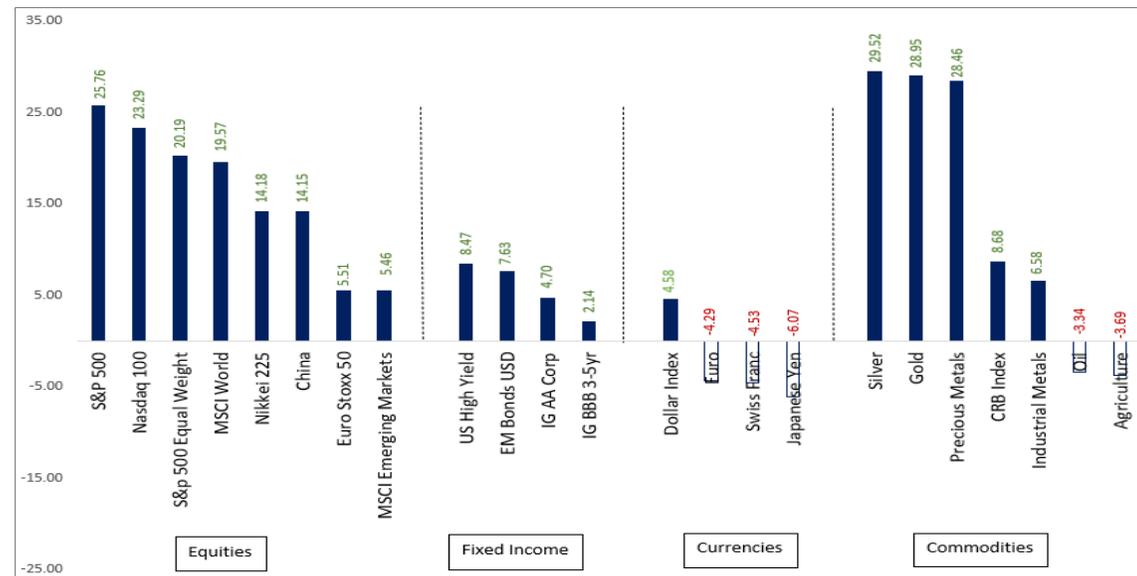
En conjunto, el mercado está orientado positivamente y podría ampliar su subida en las próximas semanas. Dicho esto, los niveles actuales son excesivos y la relación riesgo/rentabilidad bastante poco atractiva para los inversores estratégicos. Preferimos esperar una corrección para reevaluar la situación y cambiar potencialmente nuestra visión global.

## Perspectivas 2025 : Impulso o fracaso, pero no entre medias

Mientras que 2020 fue el año del covid, 2021 el de la exuberancia, 2022 el del doble mercado bajista, 2023 el de la recuperación, 2024 habrá sido el de la euforia. **Hasta la fecha, todas las clases de activos han arrojado rendimientos positivos, con los bonos de grado de inversión registrando malos resultados por un lado y la renta variable junto con los metales preciosos registrando unos resultados excepcionalmente buenos por otro** (gráfico 1). Lógicamente, los profesionales de la inversión no han tenido dificultades para obtener buenos resultados. Las carteras equilibradas subieron una media del 10%, tanto como el año pasado.

El panorama económico y de los mercados financieros mundiales se ha visto considerablemente remodelado por las recientes elecciones estadounidenses y los inversores han cambiado repentinamente su visión de un posible "aterizaje suave" a un completo "no aterizaje" para 2025. Aunque la elección de Trump aumenta la posibilidad de un resultado alcista para las acciones en 2025, esto probablemente iría acompañado de un aumento de los rendimientos de la deuda pública, lo que indirectamente podría causar un problema económico. Las perspectivas para 2025 no son tan sencillas como el mercado ha estado valorando hasta ahora, ya que se avecinan diferentes retos para el nuevo presidente y sus futuras intenciones de aplicación.

Gráfico 1 : Rendimiento en 2024 de las distintas clases de activos



Fuente : Sentosa & Co

## Intenciones de política fiscal de Trump

Para nosotros, las perspectivas de la política fiscal bajo Trump presentan un panorama desigual. El escenario de base prevé una expansión del déficit, junto con medidas de desregulación. Por este lado, esto probablemente proporcionaría un impulso positivo para el crecimiento y los beneficios empresariales, similar al de 2017. Sin embargo, los inversores no pueden confiar únicamente en este catalizador fiscal potencialmente alcista, ya que existen dos riesgos principales :

1. En primer lugar, la política fiscal podría resultar demasiado expansiva, provocando un aumento significativo de los rendimientos de la deuda pública que podría no verse compensado por un crecimiento más fuerte o incluso llegar a afectar al consumo y al crecimiento.
2. En segundo lugar, y lo que es más importante, es probable que la política fiscal favorable al crecimiento vaya acompañada de una importante aplicación de aranceles para compensar y equilibrar el gasto presupuestario. Queda por ver cómo afectará esto al comercio mundial y a la inflación local.

En realidad, parece difícil evaluar si la política fiscal de Trump será alcista o bajista para 2025, ya que dependerá de cuánto aumente el déficit el próximo año bajo la intención de Trump y cuánto se materialicen sus promesas de campaña. También dependerá de cuánto se pueda compensar con la aplicación de aranceles y cuál será su impacto político y económico mundial.

La próxima presidencia de Trump conlleva una distinción crítica que los mercados pueden estar infravalorando: operando sin las limitaciones de la política de reelección, la postura de Trump sobre el comercio podría ser significativamente más agresiva que en su primer mandato. El precedente histórico de 2018-2019 sirve de dura advertencia: durante ese periodo, incluso unos aranceles relativamente modestos desencadenaron una cascada de consecuencias económicas negativas, llevando a la renta variable estadounidense al borde del territorio del mercado bajista y obligando a la Fed a adoptar una postura defensiva. Esta vez, la dinámica geopolítica parece aún más precaria. Los líderes extranjeros, tras haber sido testigos de la anterior confrontación comercial, se enfrentan a una disyuntiva imposible: hacer concesiones preventivas que podrían ser políticamente devastadoras a nivel nacional, o arriesgarse a sufrir graves repercusiones económicas a causa de los aranceles estadounidenses. La primera guerra comercial demostró que las negociaciones significativas sólo comenzaron después de que el dolor económico creara suficiente cobertura política para que los líderes extranjeros se comprometieran. Esto sugiere una probabilidad preocupante de que un daño económico significativo pueda ser un prerrequisito para cualquier eventual resolución comercial.

El impacto en el mercado de las tensiones comerciales de 2018-2019 fue inequívoco: **un fuerte deterioro del índice ISM manufacturero** (gráfico 2), un pivote forzado hacia la flexibilización monetaria por parte de la Reserva Federal, **un pronunciado descenso de los rendimientos del Tesoro a largo plazo** (gráfico 2) **y una caída de casi el 20% en la renta variable estadounidense** (gráfico 3). Dado el mayor margen de maniobra política de Trump y sus intenciones declaradas de aplicar medidas comerciales más agresivas, los inversores deberían estar preparados para dislocaciones de mercado potencialmente más graves esta vez. La lección de la primera guerra comercial es clara: esperar soluciones diplomáticas no es una estrategia de inversión viable cuando los aranceles son la herramienta de negociación preferida.

# EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 2 : Rendimientos a largo plazo en 2018 y reacción del ISM manufacturero

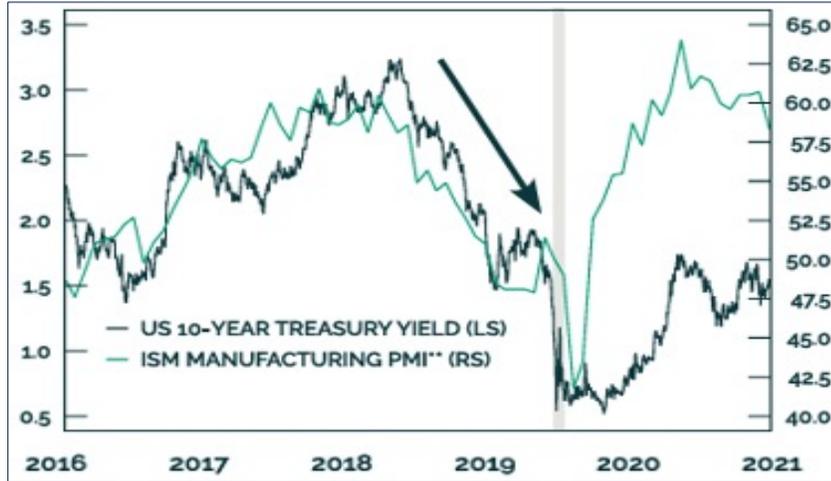
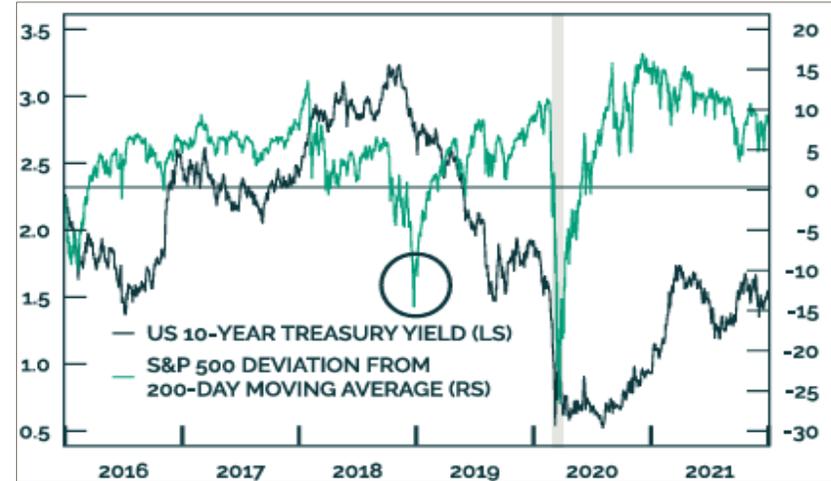


Gráfico 3 : Rendimientos a largo plazo en 2018 y reacción del S&P 500



## Renta fija

**En 2024, los bonos especulativos han liderado el rendimiento mundial, ya que los diferenciales de crédito se han comprimido bruscamente, muy por debajo de la media a largo plazo** (gráfico 4). En un entorno tan eufórico y conociendo los retos a los que se enfrentará potencialmente 2025, parece que los bonos especulativos no son el lugar donde estar. Seguimos favoreciendo los bonos de alto grado de inversión frente a los bonos especulativos. Nuestro posicionamiento en renta fija se adentra en 2025 con la convicción de mantener una exposición de larga duración (entre 5 y 7 años), a pesar de la preocupación del mercado por el potencial repunte de la rentabilidad derivado de la expansión fiscal.

Aunque reconocemos que un escenario de política fiscal agresiva y de aplicación de aranceles podría impulsar los rendimientos significativamente al alza, también pensamos que repercutiría en el panorama económico, aumentando el riesgo de una desaceleración económica y de que la Fed baje los tipos en consecuencia. Es probable que la interacción entre la política fiscal y la comercial sea el motor dominante de los rendimientos en 2025. En particular, mientras que el análisis convencional suele asociar los aranceles con presiones inflacionistas, esperamos que cualquier acción comercial importante acabe siendo deflacionista por su impacto en la actividad económica mundial y en el comportamiento de las empresas. **Si nos fijamos en la rentabilidad a 10 años en EE.UU., creemos que se mantendrá en un rango entre el 3% y el 5%** (gráfico 5). En esta situación, la inversión en bonos con una duración de entre 5 y 7 años debería aportar más rendimiento que la inversión en bonos de corta duración. Por último, con una deuda de 36 billones de dólares y una refinanciación de 7 billones de dólares el año que viene, el Gobierno estadounidense no puede permitirse unos tipos de interés elevados durante mucho tiempo.

# EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 4 : Diferencial de crédito : Alto rendimiento (290 puntos básicos); Subordinado (260 puntos básicos); ME (300 puntos básicos)

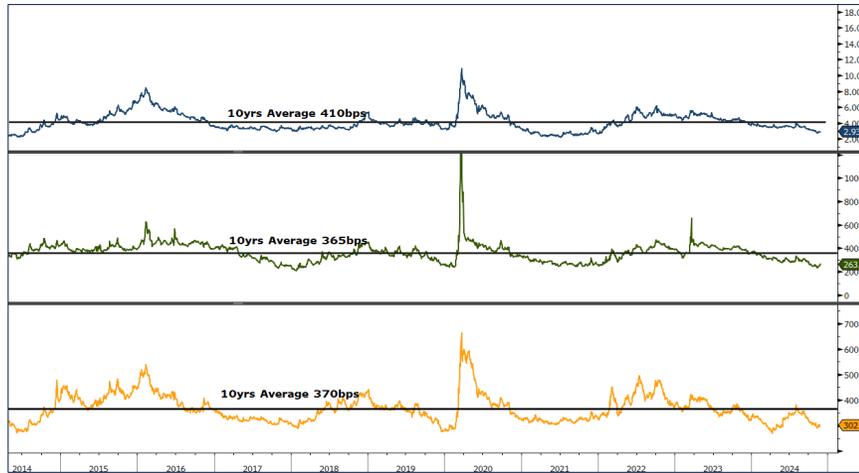


Gráfico 5 : Rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años (4.18)



## Acciones

El mercado de renta variable entra en 2025 en una coyuntura crítica, con las valoraciones al alza y una elevada incertidumbre política tras las recientes elecciones estadounidenses. Nuestro análisis apunta a una postura prudente, especialmente dada la confluencia de valoraciones elevadas y riesgos políticos en ciernes. **El PER actual del S&P 500, de 27 veces, es aproximadamente un 30% más alto que durante las tensiones comerciales de 2018 y un 20% más alto que en 2022, antes de que el mercado corrigiera un 25%, con unos rendimientos de la deuda pública notablemente más altos, una combinación que crea un riesgo a la baja sustancial en caso de errores políticos** (gráfico 6). Además, los mercados bursátiles han sido demasiado optimistas desde el mínimo de 2022, subiendo 8 trimestres de los últimos 9, más de un 70%. **Y lo que es más importante, durante el mismo periodo, los beneficios se han estancado más o menos, con un avance de +7% solamente** (gráfico 7).

Evidentemente, la enorme rentabilidad de la renta variable no se ha debido realmente a un crecimiento positivo de los beneficios, sino más bien a la significativa expansión de los múltiplos y a los efectos de concentración que siguen teniendo las empresas tecnológicas de gran capitalización en los índices ponderados por capitalización. **En pocas palabras, los inversores prevén una gran aceleración de los beneficios del 42% para 2025, algo que parece muy difícil de conseguir** (gráfico 7). **Hasta ahora, la Reserva Federal ha frenado la demanda de crédito mediante una política extremadamente dura, y el crecimiento de los préstamos y arrendamientos en el crédito bancario ha sido bastante débil en los dos últimos años** (gráfico 8). Esta aceleración de los beneficios requerirá sin duda un impulso del crédito, algo que sucedería si la Fed se volviera más dovish. Si eso no ocurre, es posible que las acciones tengan que volver a cotizar a la baja.

# EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 6 : PER actual del S&P 500 (27x)



Gráfico 7 : S&P 500 (6'032); S&P 500 BPA con 12M de retraso (238)



Gráfico 8 : Préstamos y arrendamientos financieros en el crédito bancario



Fuente : Sentosa & Co

# EL TEMA DE LA SEMANA

## Sectores y regiones

Recientemente, hemos elevado los bancos a sobreponderar, ya que la desregulación de la administración Trump y una curva de rendimientos más pronunciada deberían favorecer el crecimiento de los beneficios. También mantenemos nuestra opinión positiva sobre las mineras de oro, ya que los metales preciosos deberían seguir apreciándose en 2025. Por lo demás, mantenemos un sesgo sectorial defensivo, favoreciendo los sectores con perfiles de beneficios estables frente a la exposición cíclica. La reciente fortaleza de los sectores cíclicos tras las elecciones parece ofrecer una oportunidad atractiva para reducir la exposición en lugar de un motivo para aumentar el optimismo. El análisis histórico del periodo de guerra comercial 2018-2019 demuestra que los sectores defensivos obtuvieron resultados significativamente superiores durante los periodos de elevada incertidumbre comercial, un patrón que esperamos que se repita.

A pesar de las elevadas valoraciones absolutas, mantenemos una preferencia relativa por la renta variable estadounidense frente a la renta variable mundial no estadounidense dentro de las asignaciones de renta variable. Esta posición aparentemente contraintuitiva refleja el hecho de que dos de los tres factores clave de la rentabilidad relativa de la renta variable -el impulso de los beneficios y los efectos de las divisas- favorecen a los mercados estadounidenses en la mayoría de los escenarios. Si bien las valoraciones mundiales fuera de EE.UU. parecen más razonables, esperamos que sus beneficios muestren una mayor sensibilidad a las perturbaciones comerciales. **El mercado estadounidense está superando con creces a los mercados mundiales y debería seguir haciéndolo el año que viene** (gráfico 9). La renta variable europea apunta a crecientes desafíos a medida que nos adentramos en 2025, con factores tanto cíclicos como estructurales que pesan sobre las perspectivas. Los datos recientes muestran ya un deterioro preocupante, que pone de relieve una debilidad que va más allá de la actividad manufacturera y se extiende a la de los servicios. Las tendencias del PMI compuesto son especialmente preocupantes, y el componente de empleo ha caído recientemente por debajo de la marca crítica de 50, un indicador adelantado de tensiones económicas más amplias. La combinación de la debilidad actual y la posible interrupción del comercio crea un entorno especialmente difícil para el crecimiento de los beneficios empresariales. **Hasta ahora, el valor relativo no muestra ningún signo de cambio de tendencia** (gráfico 10).

Gráfico 9 : S&P 500 vs. MSCI World

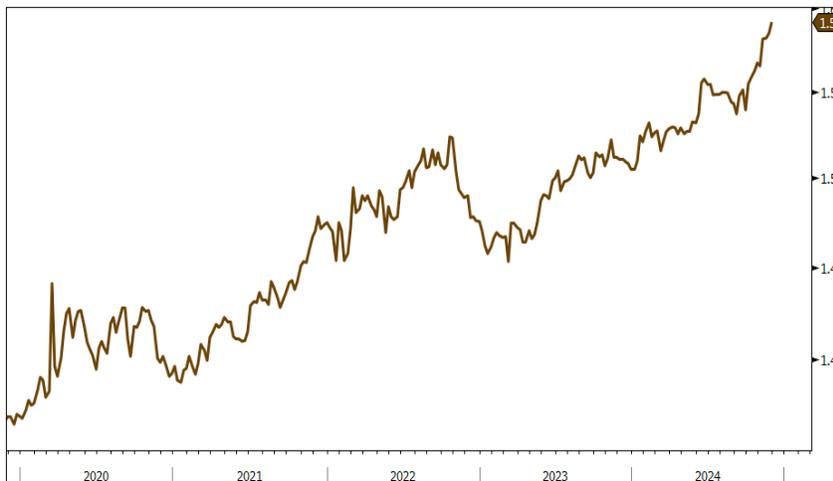
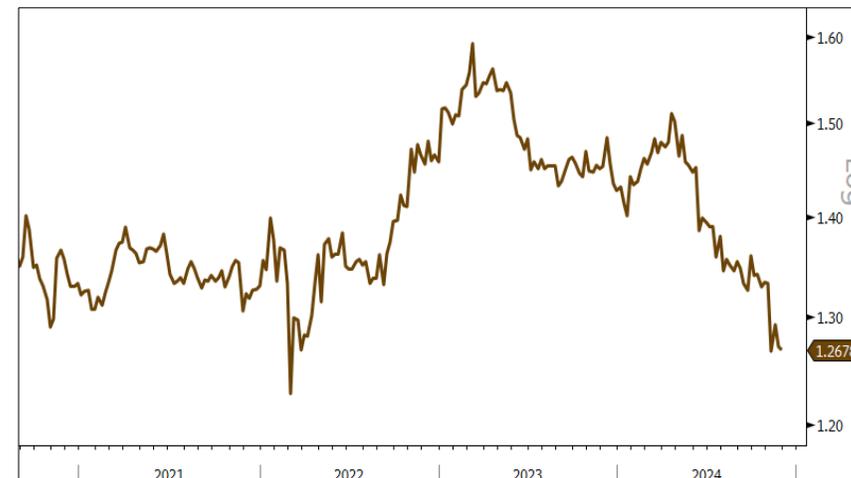


Gráfico 10 : Euro Stoxx 50 vs. MSCI World



Fuente : Sentosa & Co

# EL TEMA DE LA SEMANA

## Técnicamente hablando

La euforia del mercado descrita en nuestro informe es claramente visible desde el punto de vista técnico. **El gráfico trimestral del MSCI World está repitiendo el mismo patrón que teníamos después de la crisis, con los precios rompiendo la parte superior del canal ascendente a largo plazo vigente desde 2009** (gráfico 11). Este canal ascendente ha sido bien respetado desde hace 15 años, una continuación de la dinámica de precios por encima de esta línea de resistencia tendría que ser apoyada por una situación fundamental positiva excepcional.

Cualquiera que sea la situación fundamental a largo plazo y sin saber hasta cuándo se mantendrá esta euforia actual, no cabe duda de que se avecina una corrección a medio plazo tras 9 trimestres de fuerte subida. **Si añadimos el hecho de que el actual ratio PUT/CALL está en su nivel más bajo desde 2021** (gráfico 12) **y que los inversores estadounidenses están manteniendo el nivel más alto de renta variable de los últimos 75 años en su asignación de activos con un 70%** (gráfico 13), definitivamente recomendaríamos a los inversores esperar a mejores niveles para añadir riesgo de renta variable en su cartera.

Gráfico 11 : MSCI World (3'789.28) / Gráfico trimestral



Gráfico 12 : 10w MA de la relación PUT/CALL; S&P 500

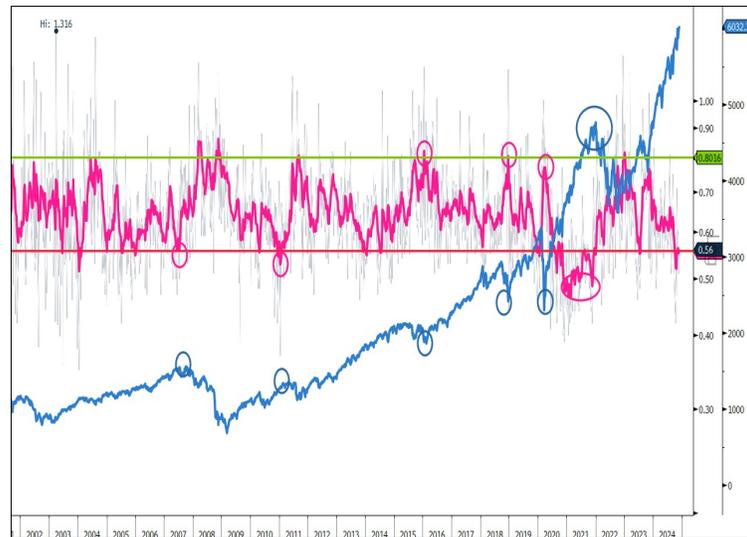
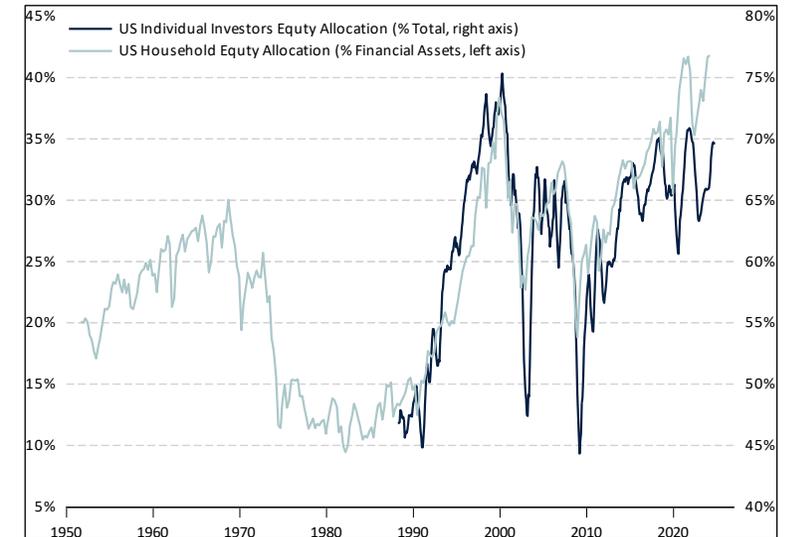


Gráfico 13 : Asignación de renta variable individual en EE.UU. (% total, eje derecho); asignación de renta variable familiar en EE.UU. (% activos financieros, eje izquierdo)



# EL TEMA DE LA SEMANA

---

## CONCLUSIÓN

La situación a corto plazo es muy difícil de predecir, ya que un sentimiento positivo extremo puede permanecer durante un tiempo antes de que un catalizador lo altere y revierta un comportamiento irracional del mercado. El mercado se encuentra actualmente muy tensionado y no cabe duda de que se producirá una corrección en los próximos meses.

Dicho esto, y dejando a un lado la situación a corto plazo, nos centraremos aquí principalmente en lo que podríamos esperar para 2025 en general. Nuestra opinión es que 2025 será un año binario, muy bueno o muy malo, pero quizá no intermedio. Por esta razón, tenemos dos posibles escenarios con diferentes probabilidades :

### **Escenario bajista - 50% de probabilidad**

Nuestro escenario bajista está impulsado por la interacción entre la política comercial y las vulnerabilidades actuales del mercado. La administración aplica aranceles significativos, incluido un arancel general del 10% sobre las importaciones y medidas específicas contra China, lo que desencadena represalias moderadas por parte de los socios comerciales. Los beneficios empresariales se ven presionados por el aumento de los costes de los insumos y la moderación de la demanda, mientras que el impacto inflacionista inicial de los aranceles retrasa la relajación prevista por la Reserva Federal. La narrativa de la IA comienza a mostrar grietas a medida que el gasto empresarial se ralentiza y el impacto en la productividad resulta más gradual de lo que implican las valoraciones actuales. Dadas las valoraciones de partida aproximadamente un 30% más altas que durante las tensiones comerciales de 2018, estimamos que este escenario podría desencadenar una corrección del mercado del 15-20%.

Los rendimientos de los bonos suben inicialmente por la preocupación por la inflación antes de bajar a medida que domina la preocupación por el crecimiento, aunque no lo suficiente como para compensar totalmente la compresión de los múltiplos de la renta variable.

### **Escenario alcista - 50% de probabilidad**

En este caso, la administración emplea estratégicamente la retórica comercial pero sólo aplica medidas arancelarias limitadas, centrándose en cambio en obtener concesiones manejables de los socios comerciales. Los beneficios empresariales se benefician tanto del estímulo fiscal como de la relativa estabilidad comercial, mientras que la Reserva Federal mantiene una política suficientemente acomodaticia para apoyar el crecimiento sin desencadenar reacciones agresivas del mercado de bonos. El sector de la IA sigue demostrando beneficios tangibles de productividad, lo que justifica las valoraciones actuales, mientras que la participación del mercado en general mejora a medida que crece la confianza en la estabilidad económica. Este entorno apoyaría probablemente una revalorización del S&P 500 del 10-15% a lo largo de 2025, con un liderazgo tecnológico complementado por un mayor rendimiento de los sectores de valor y una saludable rotación sectorial.

Los rendimientos de los bonos suben moderadamente, pero se mantienen lo bastante contenidos como para respaldar las valoraciones de la renta variable, con el Tesoro a 10 años estableciéndose en una franja manejable del 4,20-4,80%.

**In On Capital, S.A.** pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumírselos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.