

Nota Breve 07/11/2024

EE. UU. · Elecciones EE. UU. 2024**Resumen ejecutivo**

- ▶ **El resultado de las elecciones americanas ha sido un “Republican sweep”**, con la victoria de Donald Trump y, casi con toda seguridad, el control del Senado y la Cámara de Representantes por parte del Partido Republicano. Además, el Tribunal Supremo tiene una clara mayoría conservadora.
- ▶ La **incertidumbre e imprevisibilidad** es muy elevada sobre el tono de la política económica, de la política exterior, así como sobre la composición del gabinete.
- ▶ Las grandes líneas de **política económica** son: política fiscal expansiva (bajada de impuestos) y, políticas de oferta restrictivas (controles a inmigración y aranceles). No hay que descartar una posible derogación del IRA, retirando así el apoyo fiscal a los programas de transición energética.
- ▶ En neto, el movimiento de las curvas de oferta y demanda nos llevaría a un punto de equilibrio **con más inflación, pero no con mucho más crecimiento**.
- ▶ En **materia energética**, consideramos que las medidas que la administración Trump pueda adoptar para promocionar la producción doméstica de petróleo pueden tener un impacto muy limitado en el corto plazo.
- ▶ Entre las principales economías de la **Unión Europea**, Italia y Alemania son las que presentan un mayor porcentaje de exportaciones a Estados Unidos, en torno al 10% en ambos casos, el doble que España, situándose Francia en una posición intermedia.
- ▶ Al margen de una posible nueva escalada de **proteccionismo comercial**, se abre un período de elevada incertidumbre en torno a la posición y acción de Estados Unidos respecto a una serie de temas muy relevantes de la agenda internacional, incluyendo la resolución de conflictos actuales (Ucrania, Oriente Próximo) y otros potenciales (Taiwán), compromisos para la transición energética, cooperación en materia tecnológica, así como la definición de una nueva gobernanza global.
- ▶ Los inversores han reaccionado a la victoria de Trump en la dirección anticipada. El **USD** registra una fuerte apreciación frente a sus principales pares. En su cruce con el euro, el USD se aprecia un 2,0% hasta niveles de 1,07 dólares.
- ▶ En **renta fija soberana**, la rentabilidad de los Treasuries repunta con fuerza, con la pendiente de la curva apuntándose. La referencia a 2 años sube unos 10 p.b. hasta el 4,28%, mientras que la referencia a 10 años repunta 20 p.b. hasta el 4,48%. Parte de este repunte se debe a una mayor inflación cotizada, con los break-evens de inflación a 5 y 10 años repuntando con fuerza (la referencia a 5 años pasó del 2,33% al 2,47%).
- ▶ En **renta variable** la victoria de Trump ha desatado el apetito por el riesgo y los índices estadounidenses de compañías de mayor capitalización se encaminan hacia nuevos máximos. Así, el S&P500 registró al cierre de la sesión del miércoles un avance del 2,0%, 3,2% el Dow Jones, y 2,4% el Nasdaq.

El resultado electoral**Trump gana la presidencia, el Senado y, muy probablemente, la Cámara de Representantes**

- ▶ **Donald Trump ganó las elecciones presidenciales con un resultado claro**. Ya ha obtenido 295 delegados del colegio electoral (la mayoría mínima necesaria es de 270), una cifra que se elevaría a 312 si ratifica su ventaja en los dos estados pendientes por finalizar de contar los votos, donde además lidera el escrutinio.

- ▶ **También ganó el voto popular**, que, con los votos escrutados por ahora (faltan por cerrar dos estados), le da una victoria del 51% frente al 47,7% obtenido por Kamala Harris. El conteo cerrado hasta ahora apunta a una caída de la participación ciudadana en casi 12% con respecto a las elecciones de 2020: hasta ahora, Trump ha obtenido 3 millones de votos menos que en 2020, mientras que Harris casi 15 millones menos que los que obtuvo Biden.
- ▶ **El Partido Republicano se asegura el control del Senado**, con al menos 52 escaños (la mayoría es a partir de 50). De confirmarse las tendencias en los escaños pendientes, la composición final sería de 54 republicanos – 46 demócratas (44 + 2 independientes).
- ▶ El resultado todavía no es definitivo en la Cámara de Representantes. La mayoría se sitúa a partir de 218 escaños, y con los últimos datos los republicanos se han asegurado 206 y los demócratas 191. De mantenerse las tendencias en los escaños pendientes, los republicanos obtendrían una mayoría mínima, con cerca de 220 escaños. Según cotizaciones de hoy mismo, **los mercados de apuestas dan una probabilidad del 90% al control republicano de la Cámara.**
- ▶ **El control de ambas cámaras del Congreso por parte del Partido Republicano daría un importante grado de libertad a la Administración Trump.** La legislación fiscal, que se origina en la Cámara de Representantes, requiere el apoyo de ambas cámaras. La victoria en el Senado tiene el ingrediente añadido de dar control sobre la cámara que aprueba nombramientos de cargos federales, como jueces del Tribunal Supremo o miembros de la Junta de Gobernadores de la Fed.

Políticas propuestas por Trump

Política fiscal expansiva

- ▶ **El enfoque de la política fiscal es una reducción de impuestos generalizada.** Por el lado del IRPF, propone extender las rebajas vigentes (pero que vencen en 2025) del Tax Cuts and Jobs Acts firmado en 2017 (incluyendo la preservación de las tasas impositivas más bajas, la deducción estándar más grande, el mayor crédito tributario por hijos, la mayor exención del impuesto sobre el patrimonio y una reducción de impuestos para las empresas familiares). Nuevas propuestas incluyen eliminar el IRPF sobre propinas, eliminar impuestos sobre los ingresos de los beneficios del Seguro Social, y eliminar impuestos a ciudadanos americanos viviendo en el extranjero.
- ▶ En cuanto al impuesto a sociedades, propone reducir la tasa de 21% a 15% para productores domésticos, y eliminar los incentivos verdes del Inflation Reduction Act (IRA).
- ▶ No hay que descartar una posible derogación del IRA, **retirando así el apoyo fiscal a los programas de transición energética.** En cambio, Trump enfoca el apoyo a la producción doméstica de petróleo, aliviando los obstáculos sobre producción petrolera y de gas, así como eliminar las restricciones sobre las emisiones.

Política comercial proteccionista

- ▶ **La administración propone un arancel universal de entre 10%-20%**, además de imponer aranceles recíprocos sobre las importaciones de EE. UU. equivalentes a las tasas que los socios comerciales imponen a las exportaciones estadounidenses.
- ▶ Se propone un **arancel de mínimo 60% sobre todas las importaciones chinas**, así como de un arancel incluso mayor sobre bienes de origen chino importados a través de México (especialmente autos).
- ▶ **Propone renegociar el USMCA** (el acuerdo US-México-Canada que reemplazó a Nafta durante la primera presidencia de Trump), con un enfoque especial en la producción de coches y el comercio de bienes chinos a través de México (para México, la economía estadounidense absorbe alrededor de un 16% del VA originado en México, y en el sector manufacturero, esta cifra asciende al 29%).

Política exterior centrada en mayor aislamiento

- ▶ Tanto Trump como su vicepresidente, JD Vance, **han sido vocales en reducir el rol del EE. UU. en conflictos en el exterior y, por tanto, de un mayor aislamiento del país**. Esto supondría la retirada del papel de contención o negociador de EE. UU. en ciertos conflictos, como en Oriente Próximo.
- ▶ También **se han mostrado escépticos a organizaciones internacionales como la OTAN**. Ello supondría una mayor exigencia a los socios de la OTAN y europeos a cumplir con su cuota de aportación a defensa (mínimo del 2% del PIB), y, en el conflicto entre Ucrania y Rusia, disminuir la ayuda prestada a Ucrania. En conjunto, se podría debilitar la posición de Europa en el campo geopolítico.
- ▶ Por otro lado, se espera un **mayor asertividad con respecto a China** y el grado de compromiso con la estabilidad geopolítica en esa región (Taiwan) es una incógnita.

Implicaciones económicas

- ▶ El primer impacto de una presidencia Trump es la **incertidumbre** a la que nos enfrentamos en todos los ámbitos: económicos, políticos, y sociales. Del discurso y tono de Trump en campaña es difícil discernir la extensión y magnitud de las políticas que propone.
- ▶ Con recortes de impuestos y sin recortes significativos propuestos (hasta ahora) de gasto público, el déficit fiscal, de por sí ya elevado en \$1.9 billones (6% del PIB), podría aumentar significativamente. Estimaciones iniciales apuntan a un **aumento del déficit** incluso por encima del 7% del PIB.
- ▶ Un incremento del déficit aumentará las necesidades de financiación del Tesoro, en un momento en el que la deuda pública, sin considerar estos nuevos recortes de impuestos, está proyectada en cerrar por encima del 130% del PIB en diez años. Un **incremento de la deuda** podría presionar al alza los tipos de interés globales y dificultar el proceso de normalización de la política monetaria.
- ▶ Por el lado de la oferta, el endurecimiento de los controles migratorios puede suponer un freno al intenso aumento de la población activa que se ha producido en los últimos dos años y que ha cerrado la brecha entre oferta y demanda en el mercado laboral. Además, la oferta se verá limitada por el aumento de barreras comerciales (de las cuales seguramente derivarán respuestas por parte de algunos socios comerciales) y la posible derogación del IRA. Por otro lado, cabe destacar que una agenda anti-regulatoria y con menores impuestos corporativos podría suponer un impulso de crecimiento a ciertos sectores de la economía, en especial al sector energético.
- ▶ En neto, el **movimiento de las curvas de oferta y demanda nos llevaría a un punto de equilibrio con más inflación, pero no con mucho más crecimiento**.
- ▶ En materia energética, consideramos que las medidas que la administración Trump pueda adoptar para promocionar la producción doméstica de petróleo pueden tener un impacto muy limitado en el corto plazo. Durante la legislatura de Biden los niveles de producción alcanzaron niveles máximos, y el potencial de mejora de la eficiencia extractiva es relativamente limitado.
- ▶ En el caso del gas natural, creemos que es muy probable que Trump levante la prohibición de desarrollar nuevos proyectos para la exportación de gas natural licuado, impuesta por Biden por posibles repercusiones negativas sobre el medioambiente. La puesta en marcha de estos proyectos se estima que se produciría a finales de esta década, por lo que en el corto plazo apenas habría repercusión en los precios del gas natural.

Implicaciones para UE y resto del mundo

Potenciales efectos económicos en la UE de un incremento de aranceles

- ▶ **Estados Unidos es el principal destino de las exportaciones de bienes de la Unión Europea** (cerca del 20% del total), con un crecimiento notable en los últimos años y alcanzando un valor en torno a 500 mil millones de euros en 2023 (frente a cerca de 350 mil millones de euros en importaciones).
- ▶ Entre las principales economías de la Unión Europea, **Italia y Alemania son las que presentan un mayor porcentaje de exportaciones a Estados Unidos**, en torno al 10% en ambos casos, el doble que España, situándose Francia en una posición intermedia.
- ▶ Considerando el impacto completo a lo largo de las cadenas de valor, en torno a un 4% del PIB de la Unión Europea estaría vinculado a la demanda final en Estados Unidos, tanto doméstica como de terceros países.
- ▶ Dentro del sector manufacturero europeo, entre los sectores más expuestos a la demanda final de Estados Unidos se encuentran la industria química y farmacéutica (un 15% del VA generado vinculado a la demanda final de EE. UU.), metales (8%), maquinaria (8%) y transporte (7%).
- ▶ Nuevamente, Alemania e Italia, entre las economías principales, son las que presentan un mayor grado de vinculación de su tejido económico con Estados Unidos, en particular su sector de manufacturas (en torno a un 7-8% de su valor añadido), aunque también de forma significativa algunas ramas de servicios, como el comercio, el transporte y los servicios profesionales.
- ▶ Las principales exportaciones de España a Estados Unidos son alimentos (15%), productos químicos (14%), productos energéticos (13%), maquinaria para la industria (9%) y aparatos eléctricos (8%).
- ▶ En España, entre un 2% y un 2,5% del PIB está vinculado con la demanda final en Estados Unidos, destacando la contribución de los sectores de manufacturas, comercio, transporte, tecnologías de la información y la comunicación, y servicios profesionales.
- ▶ Las tarifas arancelarias aplicadas por Estados Unidos a las exportaciones de la Unión Europea son en general reducidas (en promedio cerca del 3% para productos agrícolas y entre el 1% y el 2% para el resto), incluyendo la mayoría de principales líneas exportadoras de las principales economías europeas.
- ▶ La combinación de una elevada exposición a Estados Unidos y el riesgo de incrementos de tarifas arancelarias desde niveles reducidos, sitúan a dos de las grandes economías de la Unión Europea, Alemania e Italia, ante un potencial evento negativo, particularmente para su sector manufacturero, con importantes efectos de arrastre en otros países miembros e impacto en variables financieras.
- ▶ Está por ver si las empresas europeas que busquen mantener sus cuotas de mercado encontrarán una forma de sortear estos impactos con una mayor presencia directa en forma de inversiones en Estados Unidos, algo que también dependerá del tratamiento del capital extranjero por parte de la nueva administración Trump.
- ▶ **Es previsible que el mayor impacto de los aranceles se produzca en los flujos entre China y EE. UU.** Desde la primera administración Trump, el crecimiento de las tensiones entre ambos países llevó a un rediseño importante de los flujos de comercio entre ambos países, y la importancia de los países "conectores" ha aumentado. Además, aunque China haya diversificado sus flujos de comercio, y la cuota de exportaciones a EE. UU. haya disminuido, la economía estadounidense absorbe alrededor de un 3% del VA originado en China. Unas mayores barreras comerciales entre las dos mayores economías del mundo supondría una nueva ola de redirección de flujos vía países conectores (dependiendo de los aranceles impuestos por EE. UU. sobre estos países, con México en la primera línea de mira de una nueva administración Trump, pero también con los países ASEAN y los BRICS) y una mayor oferta de productos chinos en otros mercados, incluyendo en la UE, con la consiguiente presión a la baja sobre precios. Esto resultaría, a la vez, en una mayor presión para incrementar aranceles hacia China en otros mercados, incluyendo en la UE.

Lecturas para la agenda de la UE y escenario geopolítico

- ▶ **Al margen de una posible nueva escalada de proteccionismo comercial, se abre un período de elevada incertidumbre en torno a la posición y acción de Estados Unidos** respecto a una serie de temas muy relevantes de la agenda internacional, incluyendo la resolución de conflictos actuales (Ucrania, Oriente Próximo) y otros potenciales (Taiwán), compromisos para la transición energética, cooperación en materia tecnológica, así como la definición de una nueva gobernanza global.
- ▶ La Unión Europea afronta un posible escenario de mayor fragmentación geopolítica con importantes dependencias exteriores en materia energética, de defensa y tecnológica. La agenda de transformación recogida en los informes Letta y Draghi cobrarían, en este escenario, una mayor relevancia todavía si cabe para avanzar en las capacidades de crecimiento económico y autonomía estratégica, en particular la definición de proyectos de interés común en un contexto de consolidación fiscal en los próximos años.
- ▶ En el ámbito global, **el impulso de los BRICS para la definición de una nueva gobernanza puede reforzarse tras los resultados de las elecciones estadounidenses**, si bien los avances por el momento son limitados y hay diferencias significativas entre sus miembros, particularmente entre China e India, que no solo se disputan la hegemonía en Asia sino también muestran posiciones contrarias respecto a las relaciones con Estados Unidos.

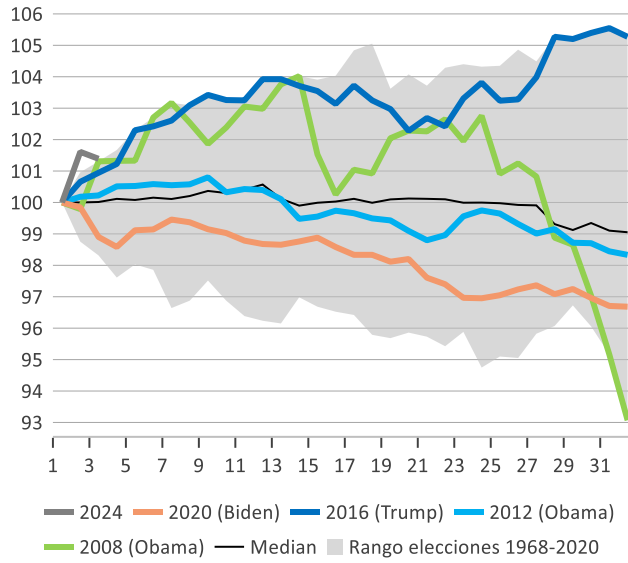
Impacto en los mercados financieros

- ▶ Los inversores han reaccionado a la victoria de Trump en la dirección anticipada. Así, la **divisa** se ha mostrado como uno de los activos más sensibles al cambio político, como ya sucediera con la victoria de Trump en 2016. El USD registra una fuerte apreciación frente a sus principales pares, con el índice DXY que avanzó un 1,6%, lo que supuso la mayor apreciación post-electoral del dólar desde el comienzo del índice, en 1976. Este movimiento, no obstante, se ha revertido levemente en la apertura de la sesión en Europa.
- ▶ En su cruce con el **euro**, el USD se apreció un 1,8% hasta niveles de 1,07 dólares, mientras que frente a la GBP la apreciación es de 1,2%, y frente al yen del 2%, a medida que la apertura del diferencial de tipos incentivaba posiciones de *carry trade*.
- ▶ Las **divisas emergentes** registraron pérdidas en general, lideradas por del este de Europa, y con la excepción de las principales divisas latinoamericanas, que experimentaron una sesión muy volátil. Así, tanto el peso mexicano, como el real brasileño, terminaron el día levemente apreciados frente al USD (0,1% y 0,8%, respectivamente) tras haber acumulado importantes depreciaciones (de más del 3,5% el MXN). En el caso del primero, el movimiento se explicó por la incertidumbre frente al impacto de las medidas arancelarias y migratorias planeadas por Trump. En cuanto al BRL, lastrado por su exposición a las materias primas, que acumularon caídas ante la perspectiva de una mayor debilidad de la demanda China en el nuevo contexto, se vio beneficiado de la subida de tipos del Banco Central de 50 p.b. (que llevó los tipos de intervención al 7%, lejos de un tipo neutral estimado en torno al 4,75%) tras una subida de 25 p.b. en septiembre.
- ▶ En **renta fija soberana**, la rentabilidad de los *Treasuries* repuntó con fuerza, con la pendiente de la curva apuntándose. La referencia a 2 años avanzó unos 8 p.b. hasta el 4,26%, mientras que la referencia a 10 años repuntó 16 p.b. hasta el 4,43%. Parte de este repunte se debe a una mayor inflación cotizada, con los *break-evens* de inflación a 5 y 10 años repuntando con fuerza (la referencia a 5 años pasó del 2,33% al 2,47%) descontando el impacto negativo en los precios que deberían tener algunas de sus principales medidas anunciadas en campaña (como los aranceles o la reducción de los flujos migratorios). Por otro lado, la volatilidad de la deuda soberana disminuyó desde los elevados niveles en que se encontraba, toda vez que el resultado electoral se confirmó antes de lo esperado, causando—al menos hasta ahora y a la espera de que se confirme si los Republicanos también tendrán mayoría en la Cámara de Representantes— un movimiento más claro en los *Treasuries*.

- ▶ En cuanto a los **tipos europeos**, caídas generalizadas en las referencias a más corto plazo, con el 2 años alemán cediendo casi 13 p.b., con apuntamiento de pendientes y ampliación de diferenciales periféricos. Este movimiento descuenta tanto una política monetaria del BCE más acomodaticia en el corto plazo como, por otro lado, un menor crecimiento económico relativo de la eurozona respecto al de EE. UU.
- ▶ En el **mercado monetario**, los inversores continúan descontando—con una probabilidad casi total—una nueva bajada de tipos de la Fed en noviembre, de 25 p.b., mientras que asignan una probabilidad de casi el 69% a otro recorte adicional, y de la misma magnitud, en diciembre. De cara a 2025, los mercados han incrementado ligeramente el punto de llegada del *fed funds* del 3,50-3,75% al 3,75%-4,00% a la expectativa de un efecto inflacionario de una administración Trump. Por otro lado, la probabilidad de que el BCE acometa un recorte de 50 p.b. en diciembre, sin considerarse como el escenario más probable, ha aumentado su probabilidad desde el martes (del 15% al 29% actual).
- ▶ En **renta variable** la victoria de Trump desató el apetito por el riesgo y los índices estadounidenses de compañías de mayor capitalización registraron fuertes alzas. Así, el S&P500 avanzó un 2,5% hasta sus máximos, al igual que el Dow Jones (3,6%) y 2,7% el Nasdaq. Por sectores, las compañías financieras (especialmente los bancos, que ganaron un 10,7%), las empresas industriales o las energéticas lideraron los avances, reflejo de los sectores que, a priori, se verían más beneficiados de las políticas de Trump.
- ▶ Las **bolsas europeas** experimentaron una sesión volátil que terminó en rojo. Tras abrir con avances, liderados por las compañías con mayor exposición a EE. UU., el sentimiento se deterioró a medida que avanzaba el día y la realidad de la economía europea (muy orientada a la exportación y aún muy expuesta a China) parecía apoderarse de la narrativa. Las pérdidas las han liderado compañías más expuestas a los aranceles, como las automovilísticas alemanas. También los bancos europeos sufrieron importantes caídas en el día, en contraste con el buen desempeño de sus homólogos estadounidenses, con los primeros presionados por una ampliación del diferencial de tipos soberanos entre Europa y EE. UU., así como por la probabilidad de que las políticas de Trump supongan una mayor rentabilidad para los bancos estadounidenses. Los bancos españoles acumulan uno de los peores desempeños en la región (-5,2%), dada la elevada exposición del sector a Latinoamérica, especialmente a México, lo que llevó al Ibex35 a registrar una caída del 2,9%.
- ▶ Por otro lado, en el mercado de **criptomonedas**, relevante tanto por su volumen de negocio como por su carácter extrabursátil, el Bitcoin repuntó un 9,8% frente al USD, favorecido por la promesa de Trump de impulsar aún más el desarrollo y la implantación de las criptomonedas.
- ▶ Las **materias primas** también registraron pérdidas, con el índice Bloomberg abajo -1,0%, un comportamiento análogo al del barril de Brent, que cedía un -0,8%, hasta los 74,9 dólares, con un descenso acumulado en el año del -2,8%. Además de por la apreciación del dólar, este movimiento se debió a las expectativas inversoras de que Trump promueva la producción estadounidense de petróleo y gas natural. También la referencia europea de este último (TTF holandés) cedió un -0,3% hasta los 39 €/MWh. Por último, las perspectivas de mayores aranceles de EE. UU. para con China, además de la prolongada debilidad de su economía y su demanda, lastró a los metales industriales, y el índice Bloomberg de estos cedió un -3%.
- ▶ Reacción adversa de los **mercados emergentes**, con el índice MSCI EM cediendo un -0,6%. Los principales índices bursátiles asiáticos cerraron el miércoles con descensos inferiores al 1%, si bien rebotaron en la sesión del jueves, en particular los índices chinos, sobre la expectativa de nuevos estímulos, con el CSI 300 avanzando un 3%. Las bolsas en América Latina cerraron mixtas en la sesión del miércoles, con retrocesos en Brasil y avances en los principales índices de México (+1,8%), Chile o Argentina.

Índice DXY tras cada elección desde 1976

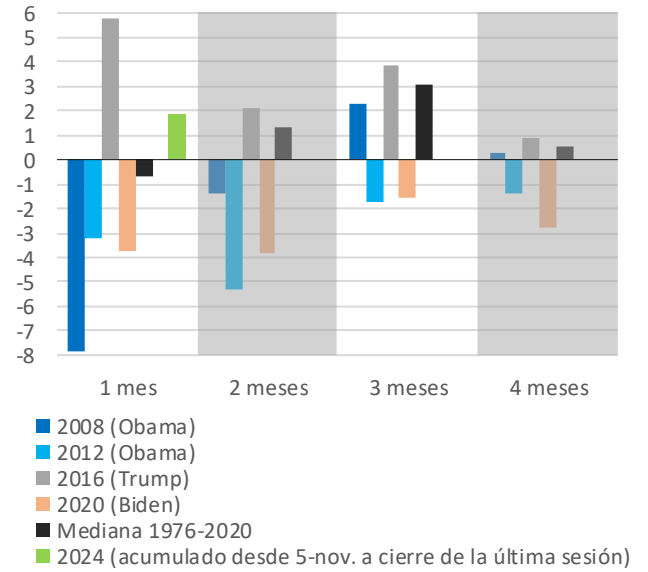
Índice 100 = fecha de las elecciones cada año



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg

Desempeño acumulado EURUSD tras cada elección

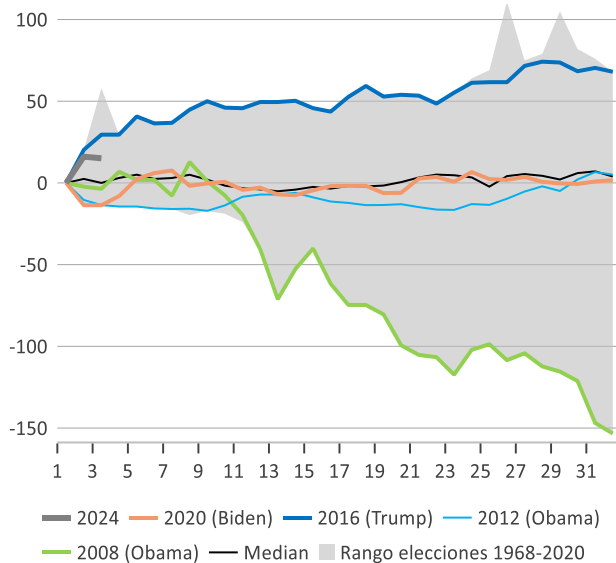
%



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg

Treasury a 10 años tras cada elección desde 1968

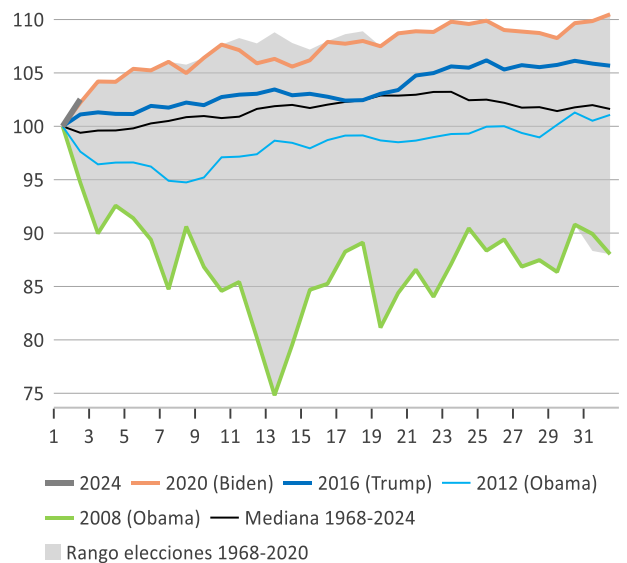
Puntos básicos



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg

Índice S&P500 tras cada elección desde 1968

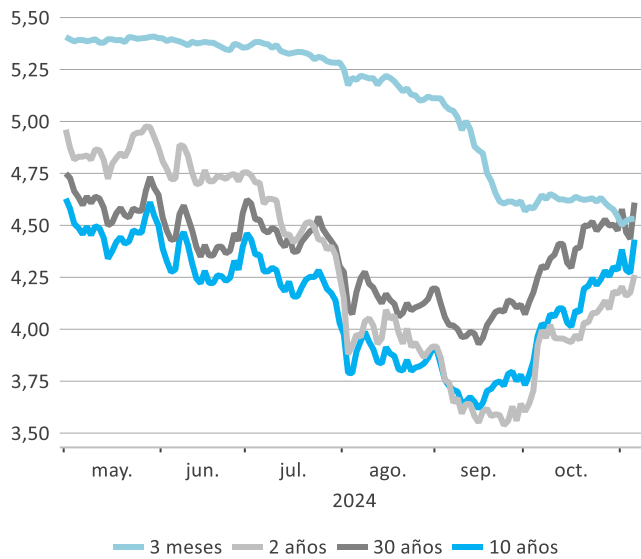
Índice 100 = fecha de las elecciones cada año



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg

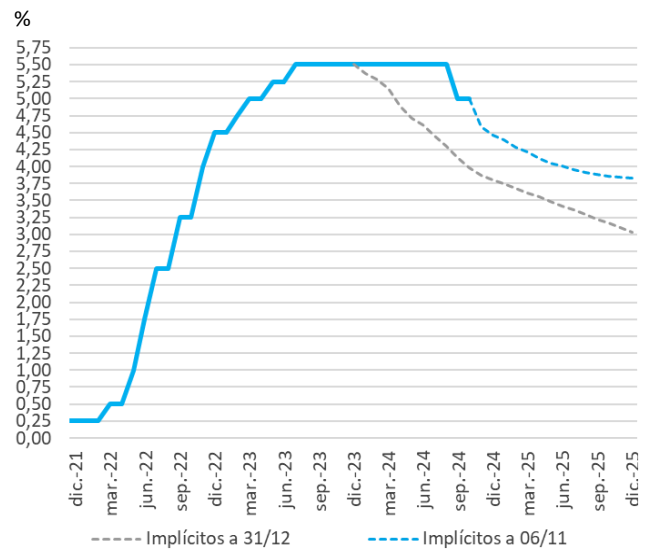
Rentabilidad de la deuda soberana de EE. UU.

Puntos básicos



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg.

Tipos forward implícitos sobre el Fed Funds



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg.

AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN "NOTA BREVE" DE CAIXABANK

Las Notas Breves son una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.