

Análisis de Mercados

Julio 2024

Ricardo Gil
Deputy CIO



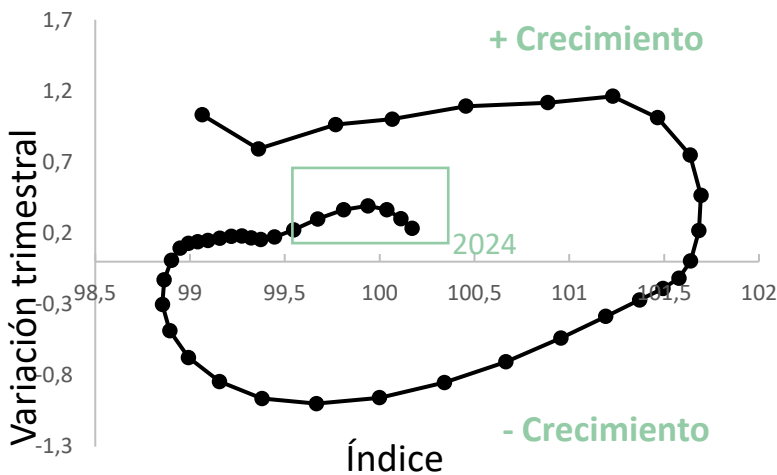
Durante los últimos meses, hemos pasado el pico de expectativas positivas tanto macroeconómicas como del sentimiento inversor. Los datos han empezado a apuntar en direcciones opuestas: si miramos los servicios, la creación de empleo y los niveles de actividad siguen altos, pero al observar las manufacturas, con exportaciones a la baja (excepto la sorpresa de China en junio, probablemente por adelantos de pedidos ante subidas de aranceles) y nuevos pedidos en contracción, la visión es diferente. Estas señales muestran que las economías van a seguir creciendo, pero a un ritmo más lento; el crecimiento se está estabilizando.

La incertidumbre política se ha sumado a esta nebulosa con las elecciones en México, India, Sudáfrica y Francia, que se han saldado sin medidas claras para atajar deuda y déficits (el principal problema global en los mercados). Esto no ayuda y se corre el riesgo de que, si se prolonga en el tiempo, la política empiece a lastrar las economías.

Los bancos centrales en los últimos meses han sido mucho más proactivos (bajada de tipos en todos los grandes excepto la FED, que se espera en septiembre), gracias a inflaciones que apuntan a quedarse en la zona del 2,5%.

Durante el segundo trimestre, se ha parado el "momentum" macro de la economía global. La demanda interna China no llega a compensar la debilidad en el sector inmobiliario como se esperaba, en la Eurozona las manufacturas siguen estancadas y en EE.UU. empiezan a verse las primeras debilidades en la demanda interna y en el empleo. La macro ya no se acelera si no que se estabiliza, los **resultados creciendo como el PIB nominal (4%/5%)** y los **activos de deuda beneficiándose de los cupones altos y bajadas de tipos es el escenario central para los próximos seis meses.**

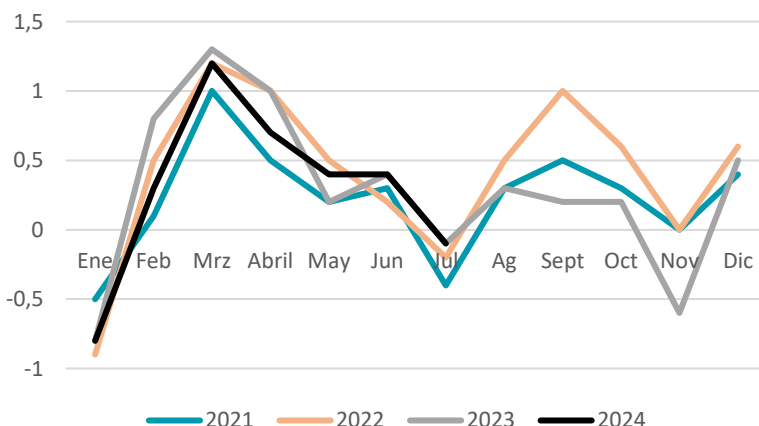
Leading OCDE G7 ajustado variación tres meses



Los datos de corto plazo confirman una **pérdida de impulso de las principales economías**, indicando que nos aproximamos a un cambio en el ciclo macro (probablemente cuarto trimestre).

Las revisiones al alza y el riesgo de sorpresas positivas en crecimiento frente al escenario de Marzo han quedado atrás. En la segunda mitad de año, esperamos menor crecimiento pero éste seguirá siendo positivo.

Evolución mensual IPC subyacente Eurozona



La inflación en la Eurozona desde el COVID muestra un patrón que nos hace esperar una última lectura positiva en julio, pero, en términos interanuales, creemos que habrá pocos progresos, con riesgos de repunte en diciembre.

Una menor actividad debería apoyar precios más bajos; esto supone menores márgenes empresariales (resultados), con los consumidores siendo ahora más sensibles a los precios que en trimestres anteriores. Autos y ocio empiezan a confirmar esta visión en el segundo trimestre (Q2).

El escenario de crecimiento más lento en el que nos moveremos en los próximos trimestres coincide con una incertidumbre política a nivel global. A medida que esta variable continúe extendiendo su influencia en el tiempo, su importancia en los números macroeconómicos pesará cada vez más.

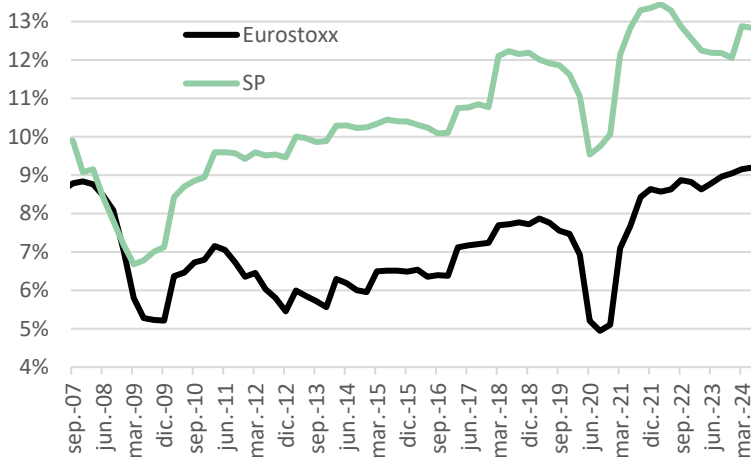
Una menor actividad conlleva menores presiones de precios, lo que permite margen para reducciones en los tipos de interés, siempre y cuando los tipos reales se mantengan positivos. Los cambios estructurales en las economías de los últimos años implican tipos de equilibrio algo más altos (2,5% en la Eurozona y 3,5% en EE.UU., según lo que el mercado ha descontado desde finales del año pasado), sin que esto deba representar un problema para la actividad económica.

La política fiscal es la que podría provocar mayores ajustes. Ha sido la variable determinante en la recuperación desde 2020, y las políticas de austeridad podrían provocar ajustes en el empleo y la actividad, pero no lo veremos hasta la segunda mitad de 2025.

“**Los márgenes de beneficios son probablemente la serie financiera que mejor cumple la reversión a la media. Si esto no ocurre algo extraño está ocurriendo en las economías**”

Jeremy Grantham, Fundador y CIO de GMO Asset Management

Márgenes empresariales Europa y EE.UU. (índices bursátiles)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Las expectativas de beneficios empresariales se han mantenido **sin cambios en el último trimestre**, aunque ha habido importantes dispersiones entre sectores. Mientras que los bancos y aseguradoras incrementaban sus estimaciones, los sectores de autos y viajes (aerolíneas) las reducían.

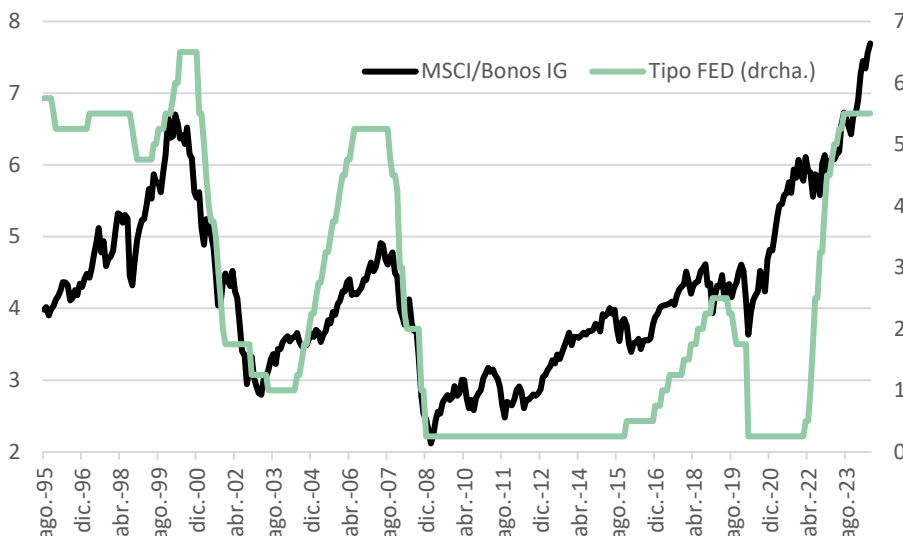
Con crecimientos nominales de las economías del 4% al 5%, la generación de caja seguirá siendo buena (lo que es favorable para el crédito). Sin embargo, vemos un **riesgo en los márgenes empresariales debido a la disminución de volúmenes y productividad**.

Con el impulso macro perdiendo fuerza, entramos **en una nueva fase del ciclo** que implica cambios en la asignación de activos: **aumento de la duración, reducción de la exposición a los sectores más cíclicos y aumento del peso de la renta fija frente a la renta variable**. Este período suele alargarse durante varios trimestres hasta que la pérdida de impulso se convierte en algo más serio (de un "soft landing" a un "hard landing"). Por el momento, las direcciones opuestas de algunos indicadores y las menores presiones en los precios deben confirmarse con otros datos de la economía real a lo largo del tercer trimestre, en forma de inflaciones más bajas; esperamos que esto ocurra especialmente en EE.UU.

Otro indicador de mercado de esta parada en el ciclo lo esperamos ver en **las materias primas** en los próximos meses (ya lo estamos observando en cobre y petróleo), así como en **el comportamiento del consumidor** (de momento, tenemos comentarios de las empresas sobre una mayor sensibilidad a los precios) y, finalmente, en los márgenes empresariales. A nivel macroeconómico, el indicador clave es la creación de empleo, una variable fundamental pero con rezagos. En EE.UU., está comenzando a mostrar ciertas grietas, pero aún está muy lejos de señalar un problema más profundo en la actividad económica.



MSCI World vs bonos y tipos FED



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

A nivel de asignación de activos, aumentamos la duración en la cartera de bonos. Lo vemos más claro en EE.UU. por las sorpresas en la inflación de servicios, mientras que en los bonos de la Eurozona la incertidumbre política va a seguir pesando hasta el cuarto trimestre. La experiencia de estos últimos meses en las elecciones celebradas (India, México, Sudáfrica, Francia) es que el mercado está muy centrado en las medidas de control de déficit y deuda, y hasta que no se aclaran, la volatilidad en divisas y bonos es alta. Este es el caso de la UE, donde vemos poco avance en la inflación y dudas respecto a la capacidad de llevar a cabo ajustes fiscales.

En renta variable, mantenemos la infraponderación, reduciendo peso en sectores más cíclicos (industriales, materias primas, autos, consumo discrecional) y sobreponderando sectores defensivos (salud, comunicaciones, eléctricas). La rotación sectorial que esperamos se produzca probablemente deje los índices en los niveles actuales, pero bajo la superficie, el comportamiento sectorial esperamos que sea muy diferente al que hemos vivido durante el año.

Posicionamiento de las carteras

Tipo de activo	Mes anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	+	=	+
Gobiernos	+	=	+
Investment Grade	+	=	+
Crédito Emergentes	=	=	=
High Yield	-	=	-
Renta Variable	-	=	-
Europa	-	=	-
Estados Unidos	=	=	-
Emergentes	+	=	-
Divisas			
Dólar	+	=	+
Euro	-	=	-
Materias Primas	Positivo	-	Neutral

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo (+). Los riesgos de ejecución por parte de los gobiernos para atajar los déficits y la deuda van a ser fuente de volatilidad, por eso la política está eclipsando un entorno macroeconómico de paulatina bajada de inflación con crecimiento. • Gobiernos: Positivo (+). Especialmente en EE.UU., donde favoreceríamos plazos largos esperando una macro más débil en la segunda mitad por un consumo más débil. • Investment Grade: Neutral (=). La prima que ofrecen está en mínimos de los últimos años, pero ofrecen algo más de rentabilidad que los gobiernos. • Crédito países emergentes: Neutral (=). Las elecciones en India, Sudáfrica y México han aflorado el riesgo en estos países, que podría ampliarse si la macro en China sigue debilitándose. Vemos oportunidades en los que más castigados han estado en los últimos años: Argentina, Turquía y soberanos como Chile, todos en USD. • High Yield: Neutral (=). El “carry” que aportan (200 puntos más que los gobiernos) los sigue haciendo atractivos; tienen que ponerse las cosas muy mal para perder dinero en este activo. Favorecemos los plazos más cortos frente a los largos ante la incertidumbre macro.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (-). Excepto en EE.UU., el resto de los mercados ha cerrado el trimestre prácticamente sin cambios. Creemos que esto se volverá a producir durante el tercer trimestre, cuando se añade el riesgo de que los resultados empresariales no crezcan tanto como se espera. Mejor defensivas que cíclicas y mejor EE.UU. que la Eurozona. • Europa: Negativo (-). Sectores más atractivos: bancos, eléctricas y telecomunicaciones. • Estados Unidos: Neutral/Negativo (-/=). Las subidas concentradas en pocos valores elevan el riesgo si no consiguen sorprender positivamente en los resultados. Estamos muy positivos en defensivas y consumo estable que no han hecho nada en el año y saldrían favorecidas de una rotación. • Países Emergentes: Neutral (=). La debilidad de China está afectando; son los únicos donde seguimos viendo revisiones a la baja en resultados (excepto todo lo relacionado con semiconductores). Están muy baratos en términos relativos, pero esperaríamos para subir exposición.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral. Bajamos a neutral esperando que los menores crecimientos en la segunda mitad afecten a las materias primas. Los datos que del segundo trimestre en China, débiles en demanda interna y la inversión empresarial algo más floja de lo esperado, son otra de las razones de haber bajado exposición.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: +Positivo. El movimiento del EUR en los últimos trimestres se explica más por los diferenciales de los bonos a 5 y 10 años más que por los diferenciales de inflación o crecimiento. Esto nos hace esperar que podamos volver a ver niveles de 1,10 para el EURUSD. Seguimos positivos con el USD, pero esperaríamos a repuntes al 1,10 para incrementar posiciones.

- **Defensivas**
- **Bancos / Salud**
- **TDuración en EE.UU**



- **Cíclicas**
- **Bonos HY plazo largo**
- **Mineras**

Para concluir:

Los buenos datos de inflación de junio, que esperamos se repitan en julio, parecen ser el empujón definitivo para las bajadas de tipos en EE.UU. Esto supone un cambio en la fase del ciclo económico que va a repercutir en la asignación de activos de las carteras, empezando a aumentar la duración y el peso de bonos en las carteras (próximos 12 meses).

Menores crecimientos no implican que vayamos inexorablemente hacia una contracción, sino que la percepción de riesgo de mercado gira hacia ese lado. Las compañías que sufran en márgenes o publiquen ligeramente por debajo estarán más castigadas.

Los bonos y la curva ya descuentan buena parte de las bajadas de tipos (los tipos a dos años están más de 100 puntos básicos por encima del tipo de intervención en EE.UU. y Europa). El próximo movimiento de las curvas será hacia una mayor pendiente (largos por encima de los cortos), pero en la Eurozona vemos problemas políticos (voluntad de ajuste fiscal) y de inflación (los salarios siguen creciendo a tasas del 4%), lo que limita la bajada en los tipos largos

A vintage globe is the central focus, held by a hand. The globe shows parts of Africa and the Middle East, with labels like 'LIBYA', 'EGYPT', 'NIGER', and 'CHAD'. The background is dark and out of focus, showing what appears to be a wooden structure or part of a ship's interior. A large, bold, black number '3' is superimposed over the globe.

3A

Este documento no es un Recomendamos que los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por si o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIC: <https://tream.com/>