



Informe Trimestral Macroeconómico



Abril 2024

T1 2024

Informe trimestral sobre la asignación global de activos

Resumen

- En un entorno macroeconómico con un marco objetivo de inflación del 2% tanto en EE. UU. como en Europa, es posible estimar múltiples escenarios con una vuelta más lenta hacia una política monetaria acomodativa. Nuestro escenario base de tipos de interés, es de dos bajadas de 25 puntos básicos por parte de la Fed y de 2 o 3 bajadas de tipos por un total de 100 puntos básicos por parte del BCE.
- En EE. UU. el proceso desinflacionario parece haberse detenido, por lo que en los próximos meses esperamos un ajuste en el ritmo de reducción del balance de la Fed. En la Eurozona las presiones inflacionarias están siendo más moderadas y el BCE se ha mostrado bastante acomodativo en sus últimas reuniones. En China las fuertes presiones deflacionarias han dado lugar a una respuesta relativamente agresiva por parte del gobierno.
- Los resultados de las compañías han mostrado un crecimiento de los beneficios sólido. No obstante, nos mantenemos cautelosos dadas las valoraciones relativamente altas y unas perspectivas de crecimiento de los beneficios que consideramos demasiado optimistas. Por otro lado, el riesgo de una desaceleración económica no parece estar completamente descontado.

EE. UU.

Durante el primer trimestre del año, las perspectivas a corto plazo de la política monetaria en EE. UU. han sido el principal determinante de las tendencias macroeconómicas mundiales.

El crecimiento en EE. UU. ha sorprendido en estos primeros meses del año por su robustez tal y como se muestra en el gráfico 1 y 2, liderado principalmente por el sector de los servicios. Los mercados estiman así unos datos de crecimiento del 2% en la región para este 2024.

El déficit fiscal ha sido la otra cara de la moneda. El enorme incremento del gasto experimentado desde 2019 ha explicado en una parte importante la fortaleza de la demanda agregada. Si las elecciones presidenciales en EE. UU. no cambian el actual panorama macroeconómico, los actuales niveles de déficits, muy superiores a la media histórica, van a continuar durante los próximos años y, por tanto, seguirán causando preocupación a los economistas. La Oficina de Presupuesto del Congreso, "CBO" por sus siglas en inglés, proyecta una subida continuada de la ratio deuda pública/PIB hasta alcanzar el 116% en 2034. En su análisis de política monetaria la Fed tendrá que considerar estas proyecciones, especialmente las estimaciones del coste neto de la deuda en relación con el resultado primario.

Gráfico 1: Crecimiento del PIB real y potencial en EE.UU.

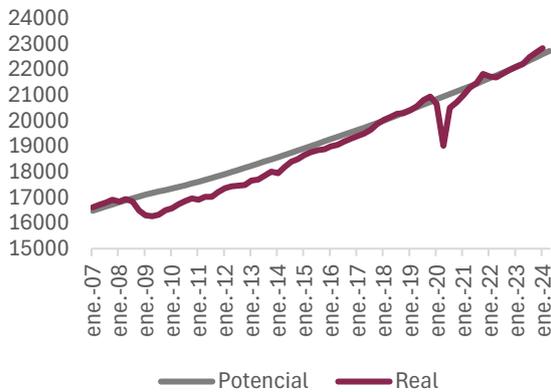
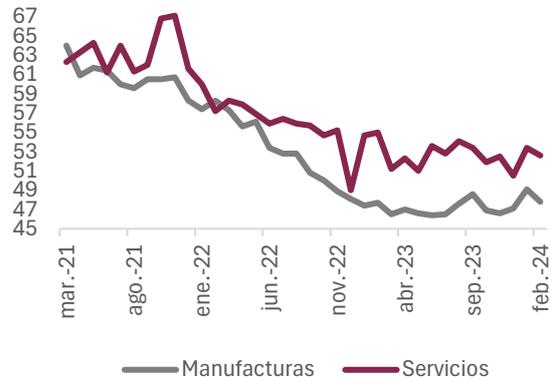


Gráfico 2: Evolución del ISM y del PMI de EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos a 29/02/2024.

El mercado laboral en EE. UU. continúa firme tal y como se muestra en el gráfico 3 y 4, aunque un análisis más detallado de los datos revela algunos signos de fragilidad. En primer lugar, la encuesta de los hogares refleja desde los últimos 6 meses una debilidad mayor que la encuesta de empresas. Asimismo, las enormes revisiones mensuales de la encuesta de empresas están confundiendo a muchos analistas, con las tasas de actividad estabilizándose a niveles históricamente bajos.

Las peticiones de subsidios de desempleo semanales continúan siendo muy moderadas y las totales permanecen a niveles pre-pandemia, sin mostrar todavía un deterioro del mercado laboral. No obstante, la duración del desempleo está aumentando y el crecimiento de la remuneración por hora se está estabilizando en torno a la media a largo plazo. De momento, creemos que la tasa de empleo superará el 4% en la segunda mitad del año.

Gráfico 3: Empleo en EE.UU. Encuestas de establecimiento frente a hogares

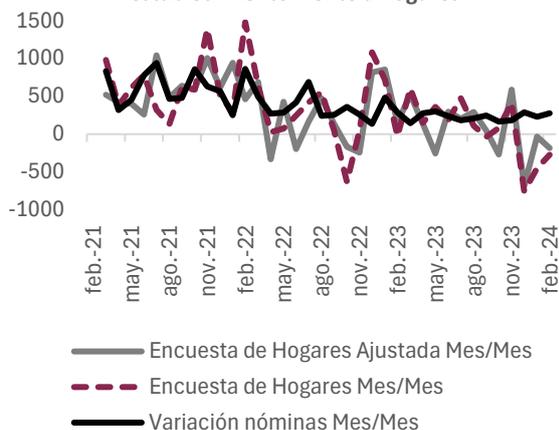
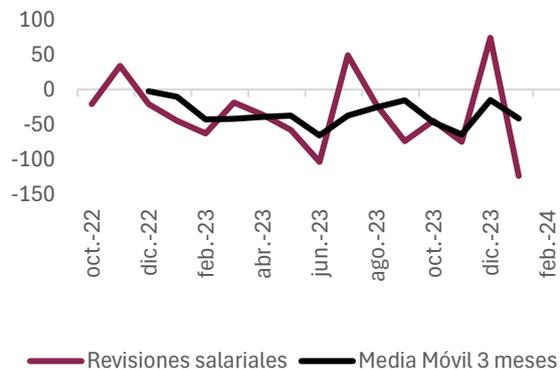


Gráfico 4: Informe sobre las nóminas en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos a 29/02/2024.

El proceso desinflacionario parece haberse detenido en EE. UU. y la fortaleza del IPC “core”¹ y en particular del índice subyacente de servicios (“supercore”) es una causa de preocupación. Sin embargo, la medida favorita para medir la inflación de la Fed, el Core PCE², mantiene aún una tendencia favorable, aunque el reciente repunte de los precios industriales sugiere que podemos ver una estabilización en este índice también.

El entorno macroeconómico actual abre así paso a la gran pregunta para este 2024: ¿Es la política monetaria americana suficientemente restrictiva? La respuesta, analizando los datos del último Resumen de Proyección Económica o SEP por sus siglas en inglés, es probablemente sí.

Las simulaciones efectuadas por nuestros equipos con una regla de Taylor³ sugieren una tasa de interés neutral de entre 4,5% y 4,75%, con lo cual las expectativas de bajadas de tipos de interés son razonables. Los mismos cálculos llevados a cabo por la Fed ofrecen resultados muy similares a los nuestros. Sin embargo, es necesario apuntar que tanto las estimaciones del crecimiento potencial del PIB, como la tasa de equilibrio real a largo plazo R* son objeto de considerable discusión entre la comunidad académica y probablemente dentro del mismo personal de la Fed.

En resumen, dentro de un marco de objetivo de inflación del 2%, es posible estimar múltiples escenarios con una vuelta más lenta hacia una política monetaria acomodativa. Por tanto, no es descartable que se produzcan sólo dos bajadas de tipos de interés e incluso sólo una si la inflación se mantiene a los niveles actuales en los próximos meses. Así nuestro escenario base es de dos bajadas de tipos de 25 puntos básicos por parte de la Fed.

Finalmente, esperamos un ajuste del ritmo de reducción del balance de la Fed. Todavía persisten temores sobre la liquidez del sistema bancario americano, principalmente en los “bancos regionales”, y no se puede descartar una crisis de liquidez como la de septiembre del 2019 a medida que las reservas bancarias se reducen. Por ello esperamos el anuncio de cuando se iniciara el ajuste sobre el QT⁴, probablemente en el Comité Federal de Mercado Abierto o FOMC de junio.

EUROZONA

Mientras el crecimiento permanece relativamente fuerte en EE. UU., la situación en el resto de las economías desarrolladas parece ser muy distinta.

Alemania ha registrado ya cinco trimestres consecutivos con tasas de crecimiento muy débiles, con la producción industrial y las exportaciones a la baja. Francia e Italia también están atravesando un periodo de baja actividad económica, en ambos casos con déficits públicos cuya trayectoria va a ser difícil de conjugar con el nuevo escenario de reglas fiscales en la Unión Europea. En este entorno económico es difícil que el crecimiento económico supere el 0,5% en la Eurozona en 2024.

¹ Es un índice que comprende el precio de los servicios, como peluquerías, abogados o fontanería, excluyendo la energía y vivienda.

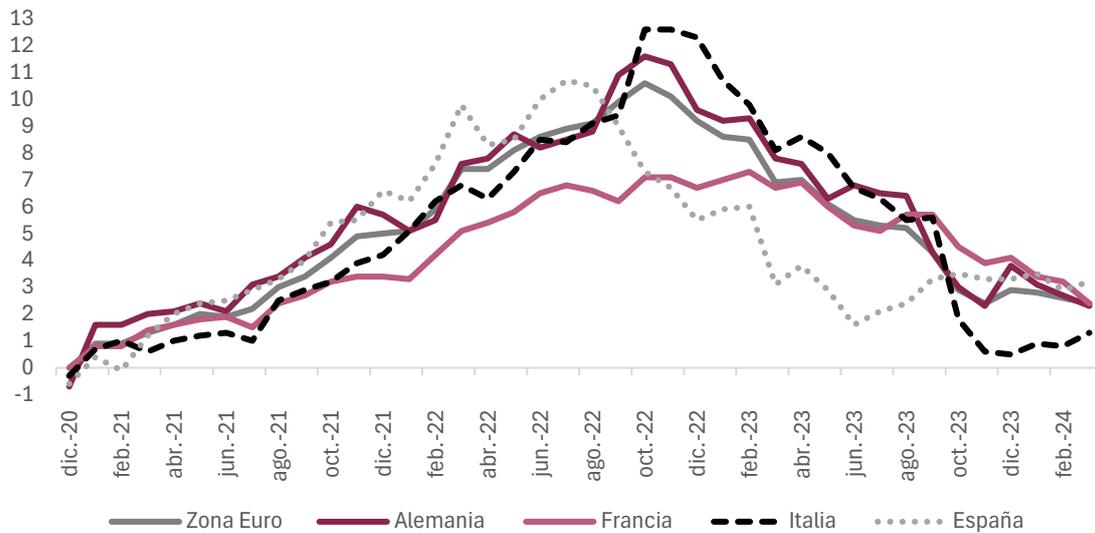
² Es el índice de Precios de Gastos de Consumo Personal Subyacente de EE.UU. mide los precios que pagan los consumidores por las compras de bienes y servicios en el mercado nacional, excluyendo los precios de los alimentos y la energía.

³ La regla de Taylor es un indicador que sirve para determinar el tipo de interés necesario para estabilizar una economía en el corto plazo, pero manteniendo el crecimiento a largo plazo.

⁴ Quantitative Tightening o contracción cuantitativa, es una herramienta de política monetaria contractiva aplicada por los bancos centrales para disminuir la cantidad de liquidez en la economía.

Las presiones inflacionarias son más moderadas en la Zona Euro, tal y como se muestra en el gráfico 5. En general, los portavoces del BCE se han mostrado bastante acomodativos en sus últimas reuniones y todo apunta a recortes de tipos de interés más agresivos en Europa que en EE. UU. Nuestro escenario para este 2024 son recortes de al menos 100 puntos básicos en Europa, con una probabilidad elevada de que comiencen en junio. Las expectativas implícitas del mercado en cuanto a los tipos de interés son algo más conservadoras que las nuestras y las tasas implícitas no asumen del todo una bajada de 100 puntos básicos en 2024.

Gráfico 5: Índice Armonizado de Precios de Consumo. % interanual



Fuente: BCE. Datos a 31/03/2024.

ASIA

En cuanto a los mercados asiáticos, China permanece aún inmersa en una situación parecida a la de los últimos trimestres. Las fuertes presiones deflacionarias experimentadas en el segundo semestre del 2023 han dado lugar a una respuesta relativamente agresiva por parte del ministro de finanzas. Es cierto que hemos visto una mejora considerable de la actividad económica durante el nuevo año lunar, sin embargo, creemos que esta recuperación no durará. La situación internacional no es favorable para la región y existen señales de que el consumo continuará débil mientras no se estabilice el sector inmobiliario, lo cual no parece ser probable a medio plazo.

Además, hay que añadir las políticas contradictorias del Banco Popular de China, con un objetivo de crecimiento del 5% poco probable de alcanzar. De la misma manera un país tan endeudado como China, podría tener dificultades para mantener déficits públicos de la magnitud del 2023 y del 2024 indefinidamente y en un contexto de bajo crecimiento del PIB nominal.

En Japón la actividad económica también se ha ralentizado durante los últimos seis meses, con una drástica caída de la inversión, las exportaciones y la producción industrial. No creemos que el crecimiento del PIB supere el 0,75% en 2024.

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS DE ANTA ASSET MANAGEMENT – T1

El rally registrado por la renta variable global, el estrechamiento de los diferenciales de crédito y un descenso generalizado de la volatilidad en todos los activos, apuntalan a unas condiciones financieras muy laxas, con un exceso de liquidez global de mercado que probablemente perdure hasta el 2025.

A continuación, exponemos nuestro posicionamiento en los mercados financieros y las perspectivas para 2024. Nos limitamos sólo a profundizar en aquellos mercados y sectores en los que Anta Asset Management se encuentra activo.

Clases de activos	Oportunidades	Negativos	Neutrales	Positivos
Renta Fija	Duración		●	
	Gobiernos			●
	Crédito		●	
	Corporativa IG			●
	Corporativa HY	●		
Renta Variable	Europa		●	
	Estados Unidos			●
	China		●	
	Emergentes	●		
Divisas	USD			●
	EUR		●	
Materias Primas	Petróleo	●		
	Oro		●	

Fuente: Anta AM. Datos a 31/03/2024.

➤ RENTA FIJA

El récord de actividad en el mercado primario de deuda, en el primer trimestre, ha aliviado el temor a una posible crisis de crédito dado el muro de liquidez a refinanciar entre 2024-2026. La tasa de quiebra global y, concretamente en EE. UU., se ha moderado en el comienzo del 2024, pero es probable que se mantenga a tasas relativamente elevadas en términos históricos.

Para el resto del año se espera que los flujos de inversión hacia la renta fija continúen, frente a una emisión neta moderada y un posicionamiento relativamente ligero de los intermediarios. Los diferenciales de los bonos con grado de inversión tienen margen para estrecharse moderadamente, sin embargo, al high yield probablemente no le quede mucho margen. Por tanto, nos mantenemos sobreponderados en bonos con grado de inversión americanos y

Europeos frente a high yield. No compartimos el argumento de que los altos rendimientos justifiquen diferenciales muy estrechos en high yield. La situación es menos favorable para los mercados emergentes, donde los diferenciales soberanos están muy apretados y cuyos mercados locales casi siempre se quedan atrás en periodos de cambio de ciclo monetario en EE. UU. Los flujos de fondos están empezando a reflejar esto. Pensamos que los mercados emergentes tienen mucho más valor por el lado de la renta variable.

En cuanto a las curvas, en Europa estamos monitorizando el impacto a medio plazo en los diferenciales de crédito de las modificaciones en los programas de compras de activos y del nuevo método de control de las reglas fiscales. En general pensamos que los diferenciales en los países periféricos están demasiado caros. En algunos casos como el de Francia y Eslovaquia, también se aprecia un claro deterioro del riesgo soberano con riesgo de bajadas de rating. La parte larga de las curvas de los países centrales tienen un claro atractivo a medida que nos acercamos al inicio de un ciclo de bajadas de tipos de interés, que esperamos sea más agresivo de lo que el mercado anticipa.

En Europa nos mantenemos sobreponderados en duración, centrados en Alemania y Holanda. Italia nos parece muy caro y Francia nos parece más atractiva. Eslovaquia e Irlanda están relativamente baratos dentro de un contexto de primas de riesgo muy apretadas. Por último, la Union Europea está construyendo una curva muy útil y atractiva, nos parece una alternativa muy interesante y nos inclinamos por una sobreponderación moderada. En crédito en euros preferimos industriales y financieros supranacionales.

En EE. UU., la discusión académica sobre donde debe situarse la tasa neutral a largo plazo y si debe ser mayor al 2,6% como sugiere el último dot plot⁵, es muy relevante. También es posible que la prima de duración se haya desplazado permanentemente al alza, dadas las perspectivas fiscales en Washington. Las previsiones de la Oficina de Presupuesto del Congreso reflejan un panorama sombrío a largo plazo. Sin embargo, el tamaño de los activos estadounidenses en el extranjero y el abrumador dominio americano del mercado de renta variable y en la creación y aplicación de tecnología, proporcionan un importante apoyo a los activos financieros estadounidenses. Es muy improbable que la posición del dólar estadounidense como principal divisa de reserva se ponga en entredicho a medio plazo.

Nuestros modelos de regresión a largo plazo sugieren que el diferencial de los bonos a 2 años vs 10 años sigue siendo demasiado plano, pero es poco probable que veamos una rápida desinversión de la curva en este escenario macroeconómico. Seguiremos batiendo récord de días con curva invertida. Nuestro escenario principal es un final de 2024 con la rentabilidad del bono a 10 años en el rango del 4,30%-4,50%, con sólo dos recortes de tipos de interés de un cuarto de punto. De la misma manera esperamos una caída de entre 10 y 15 puntos básicos en el diferencial entre los bonos a 10 años y a 2 años para finales de 2024. En lo referente a la duración estamos bastante neutrales, pero las condiciones técnicas son mucho mejores después de los últimos ajustes.

⁵ El dot plot es un diagrama de puntos que representan las proyecciones individuales de cada uno de los miembros del FOMC sobre dónde creen que deberían estar los tipos de interés en el futuro.

Para aquellas mesas de Tesorería que puedan ejecutar estrategias más sofisticadas, nos gustan posiciones de reversión de curva particularmente en el bono americano a 2 años vs 10 años, con, o complementaria a, una posición contraria en swaps. Los diferenciales de los swaps en EE. UU. (10 años) y en Alemania (<5 años) están caros, porque recomendamos posiciones de bonos contra swaps payers⁶. En EE. UU. creemos que la pendiente de los forwards de tipos de interés no refleja suficientemente una posible reducción de tipos menos agresiva de lo esperado. Recomendamos Swaptions⁷ y forward starting swaps⁸ sobre todo si maximizan el retorno en caso de que la Fed no comience a bajar tipos hasta septiembre (o más tarde). En este caso 1 año contra 1 año receivers⁹ contra 5 años payers y/o posiciones a lo largo de la curva de futuros SOFR¹⁰ 2024 vs 2025.

➤ RENTA VARIABLE

Es evidente que se ha producido durante los últimos seis meses una bajada drástica de la prima de riesgo de la renta variable, sobre todo en EE. UU y Japón. En el contexto de condiciones financieras actuales, hay que resaltar los enormes flujos hacia el mercado americano en marzo, uno de los mejores meses en muchos años. Dada la previsión de incertidumbre económica y geopolítica en 2024, la diversificación en la inversión sigue siendo muy importante.

Los resultados de las compañías han mostrado un crecimiento de los beneficios sólidos, especialmente en EE. UU. La concentración de los rendimientos en unas cuantas acciones no es necesariamente negativa, sobre todo si continúan reflejando un rápido crecimiento de los beneficios.

La revolución de la inteligencia artificial genera más eficiencia y productividad. Mantenemos una preferencia por EE. UU. frente a Europa. La falta de un claro ganador en Europa, salvo excepciones, seguirá dificultando los rendimientos. Esto último es mucho más evidente en el sector de calidad.

Es posible encontrar oportunidades de inversión atractivas entre los líderes tecnológicos estadounidenses, así como entre las compañías que reparten dividendos y las grandes compañías internacionales. Europa y Asia cuentan con numerosas empresas pioneras en otros sectores, desde el aeroespacial hasta la automatización de fábricas. Los sectores en los que centramos nuestra estrategia de inversión son, consumo discrecional, financieras, tecnología, industriales, semiconductores (ciberseguridad, medtech / tecnología de la salud), transición energética, servicios, infraestructuras y defensa. No obstante, nos mantenemos cautelosos porque dadas las valoraciones relativamente altas y unas perspectivas de crecimiento de los beneficios que consideramos demasiado optimistas, el riesgo de una desaceleración económica no parece estar completamente descontado.

⁶ Es una opción que da el derecho (pero no la obligación) al comprador de la opción, de entrar en un swap donde se paga un tipo de interés fijo y se recibe un tipo de interés variable.

⁷ Es una opción para entrar en un swap en un plazo determinado.

⁸ Es un swap de tipos de interés en el que las condiciones del swap se fijan al principio, pero el inicio de los devengos e intercambios de flujos de caja se retrasa hasta una fecha futura.

⁹ Es una opción que da el derecho (pero no la obligación) de entrar en un swap donde se paga un tipo de interés variable y se recibe un tipo de interés fijo.

¹⁰ Secured Overnight Financing Rate es un tipo de interés publicado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

➤ **DIVISAS**

La caída de la volatilidad es particularmente acusada en las divisas. El euro y, sobre todo el yen japonés están en niveles clave.

Mantenemos sobreponderado el dólar frente al euro ya que las tasas de crecimiento en EE. UU. son más elevadas y los tipos de interés van a bajar más rápido y más agresivamente en la Zona Euro.

Permanecemos neutrales a negativos en yen japonés ya que el fin de la política de tipos de interés negativos del Banco de Japón, no ha resultado en un cambio hacia un escenario marcadamente diferente, con lo cual el yen seguirá siendo la divisa preferente para el “carry trade”¹¹ global. Esperamos una intervención agresiva del del Banco de Japón en los próximos meses.

Las divisas de mercados emergentes no presentan atractivo frente a las de mercados desarrollados. El peso mejicano nos parece demasiado caro, al menos técnicamente sobrecomprado, especialmente con una elección presidencial en el horizonte.

La libra esterlina y la deuda pública gubernamental o GILTs nos parecen más atractivos de lo que han estado desde el brexit. La incertidumbre política continúa siendo una preocupación.

➤ **MATERIAS PRIMAS**

Tras la subida experimentada este año por el petróleo nos situamos infraponderados, pensamos que su precio actual incluye un componente muy elevado de riesgo geopolítico, a estos niveles técnicos esta materia prima está extremadamente sobrecomprada.

De la misma forma el oro ha registrado un fuerte aumento durante 2024. Nuestro posicionamiento en el activo es neutral, aunque todavía con un sesgo positivo a largo plazo. Los tipos de interés reales en EE. UU., los recientes números de inflación, el déficit público en EE. UU. y las fuertes compras durante todo el año por parte de los bancos centrales, que creemos que se han convertido en una tendencia a medio plazo, sugieren que el oro puede seguir subiendo hasta final de año. Sin embargo, ahora mismo la situación técnica no es tan favorable como lo era en enero.

¹¹ Es una estrategia utilizada en el mercado de compraventa de divisas por la que un inversor vende una cierta divisa con una tasa de interés baja y compra otra con una tasa de interés más alta.

CONCLUSIONES

En los próximos meses, esperamos que los datos de inflación continúen moderándose en EE. UU., sobre todo si se produce una caída en los precios de los alquileres. Mientras tanto en Europa existen menos presiones inflacionarias ante una previsión de crecimiento del 0,5%. No obstante, los datos de inflación van a permanecer todavía lejos de los objetivos del 2% marcados por las autoridades monetarias. Estimamos que en EE. UU. la inflación se encuentre a final de año en el rango del 3,25% - 3,9% y en Europa entre el 2,3% y el 2,5%.

Nuestro escenario para final de año son unos tipos de interés en un rango de entre el 4,35%-4,75% en EE. UU. y en torno al 3% en Europa.

En este contexto macroeconómico mostramos una preferencia por los bonos con grado de inversión americanos y europeos frente a high yield. En cuanto a duración mantenemos en general una posición neutral con una sobreponderación moderada en la curva europea.

Por el lado de la renta variable mantenemos una preferencia por EE. UU. frente a Europa. Pensamos que es posible encontrar oportunidades atractivas en algunos sectores como el de consumo discrecional, el financiero, el tecnológico o el de semiconductores entre otros. No obstante, nos mantenemos cautelosos dadas las valoraciones relativamente altas y unas perspectivas de crecimiento de los beneficios que consideramos demasiado optimistas.

Pedro Pérez Riu, Jefe de Renta fija y Análisis Macro



Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a 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 esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIIC: www.anta-am.com

Anta Asset Management SGIIC es una Sociedad gestora con el CIF A-13937453 y registrada en la CNMV con el número 288.

Anta
Asset
Management

