

Comentario Mensual Macroeconómico

Mayo 2024





Los datos de inflación y empleo referentes al primer trimestre en EE.UU., han generado una gran volatilidad a la curva de tipos y a las tasas a corto plazo, así como una drástica reducción de las expectativas de bajadas de tipos de interés por parte de la Fed. La narrativa de “tipos de interés más altos por más tiempo”, se ha asentado en el mercado a medida que el crecimiento y, sobre todo, la inflación, se mantienen elevados. La contracción del crédito bancario y los últimos datos de empleo, particularmente la encuesta de hogares y los salarios, sugieren que será en la segunda mitad del año donde debería producirse una moderación de los costes laborales. Sin embargo, todavía es difícil observar la inflación, tanto el IPC como el PCE, cayendo por debajo del 3% a final de año.

En Europa se ha producido una leve recuperación de la actividad económica, después de casi 6 meses de crecimiento muy débil. Los mercados laborales de la Eurozona aún muestran signos de tensión. No obstante, aunque se ha producido un pequeño repunte de la inflación, ni la evolución de los salarios reales ni los niveles de precios sugieren que se vaya a producir una parada de la senda desinflacionaria como ha sido el caso en EE.UU. La pregunta clave es ¿puede el BCE bajar los tipos de interés agresivamente si la Fed mantiene una política restrictiva por más tiempo del esperado?

Los forwards de tipos de interés han reforzado las expectativas de mercado de una bajada de 25 puntos

Tabla 1: WIRP (Probabilidades Mundiales de Tipos de Interés). Tasas implícitas vs OIS*

	Probabilidad Implícita	BCE	8-may,-24	Estroon = 3,906%	
	Recortes de 25 puntos básicos	Acumulada	Tasa Implícita	En puntos básicos	Recortes Implícitos
6-jun.-24	94,70%		3,671%	-23,5	-0,9
18-jul.-24	29,40%		3,598%	-30,8	-1,2
12-sep.-24	75,10%	104,50%	3,410%	-49,6	-2,0
17-oct.-24	31,00%		3,332%	-57,4	-2,3
12-dic.-24	61,60%	92,60%	3,178%	-72,8	-2,9
	Probabilidad Implícita	FED	8-may,-24	Fed Funds = 5,330%	
	Recortes de 25 puntos básicos	Acumulada	Tasa Implícita	En puntos básicos	Recortes Implícitos
12-jun.-24	9,60%		5,303%	-2,7	-0,1
31-jul.-24	22,70%	32,30%	5,247%	-8,3	-0,3
18-sep.-24	50,30%	82,60%	5,121%	-20,9	-0,8
7-nov.-24	36,60%	119,20%	5,029%	-30,1	-1,2
18-dic.-24	47,60%		4,910%	-42,0	-1,7

Fuente: Bloomberg. Datos a 08/05/2024. La tabla 1 recoge las expectativas que reflejan los mercados financieros acerca de los recortes de tipos de interés y dónde los situarán las autoridades monetarias para final de año.
*OIS:

básicos en EE.UU. para noviembre/diciembre y de 75 puntos básicos en Europa para 2024. En Anta AM pensamos que el BCE podría bajar incluso 100 puntos básicos, dado que esperamos que el entorno macroeconómico no sea tan favorable como el mercado anticipa. A esto hay que añadirle el incierto panorama que se presenta para las primas de riesgo soberano europeo, ante el final de los programas de compras de activos del BCE en 2024. Sin entrar a valorar la evolución de las curvas en un escenario tan incierto, nos mantenemos neutrales en duración en EE.UU. La parte larga de las curvas europeas nos parece más atractiva.

En divisas, el binomio crecimiento y diferenciales de tipos a corto plazo, continuará siendo favorable para el dólar al menos 6 meses más. Esto será especialmente relevante contra las principales monedas de países emergentes. El yen japonés es un caso más complicado. La intervención del banco de Japón para controlar la devaluación del yen no va a tener mucho éxito si no va acompañada de una subida agresiva de los tipos de interés. De momento parece que el yen continuará usándose para financiar el "global carry trade"¹.

En el caso de la renta variable estadounidense, las ganancias de capital continúan siendo apoyadas por un robusto crecimiento de los beneficios, 5% para las compañías del S&P 500 con casi un 77% batiendo expectativas.

Gráfico 1: Diferenciales de Crédito



Fuente: Bloomberg. Datos a 30/04/2024.

En renta fija, los diferenciales de crédito se mantienen en niveles históricamente bajos. En Europa no creemos que se vaya a producir ningún tipo de estrés en las primas de riesgo soberano en lo que queda de año. En corporativo no encontramos mucho valor en high yield, donde esperamos un deterioro de los balances. Así, preferimos crédito con grado de inversión, donde la situación de los ratings de crédito y el nivel absoluto de TIR representan una combinación mucho más atractiva.

Tabla 2: Expectativas Implícitas Datos Macro

	USA	Eurozona	Alemania	Francia	Italia	España	China	Japón
PIB YOY % - 2024	2,50%	0,50%	0,10%	0,70%	0,60%	1,70%	4,80%	0,90%
PIB YOY % - 2025	1,90%	1,40%	1,10%	1,30%	1,00%	1,80%	4,40%	1,00%
Importaciones % interanual - 2024	2,40%	1,20%	-0,60%	0,30%	0,60%	1,90%	2,60%	1,90%
Importaciones % interanual - 2025	2,50%	3,00%	2,80%	2,30%	2,10%	3,60%	2,80%	2,50%
Exportaciones YOY% - 2024	2,60%	0,60%	-0,90%	1,50%	2,30%	1,40%	3,40%	2,00%
Exportaciones YOY% - 2025	2,30%	2,90%	2,40%	2,50%	2,30%	2,90%	3,00%	2,80%
IPC YOY % - 2024	3,10%	2,30%	2,40%	2,60%	1,40%	3,10%	0,60%	2,20%
IPC YOY % - 2025	2,40%	2,00%	2,10%	2,00%	1,90%	2,30%	1,50%	1,70%
Tasa de desempleo - 2024	3,90%	6,60%	6,00%	7,50%	7,50%	11,60%	4,10%	2,40%
Tasa de desempleo - 2025	4,10%	6,60%	5,80%	7,50%	7,50%	11,40%		2,40%
Cuenta corriente % PIB - 2024	-3,00%	2,00%	6,50%	-0,50%	0,90%	2,00%	1,20%	4,00%
Cuenta corriente % PIB - 2025	-3,00%	1,90%	6,30%	-60,00%	1,10%	1,90%	1,10%	3,90%
Presupuesto en % PIB - 2024	-5,70%	-3,00%	-1,60%	-5,50%	-4,70%	-3,60%	-7,50%	-3,40%
Presupuesto en % PIB - 2025	-5,70%	-2,70%	-1,30%	-4,75%	-4,00%	-3,00%	-7,50%	-2,70%
Rating	Aaa / AA+	Aaa / AA+	Aaa / AAA	Aa / AA	Baa3 / BBB	Baa1 / A	A1 / A+	A1 / A+
Outlook (Moody's)* (S&P)**	Negativo *			Negativo**		Positivo*	Negativo*	

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/04/2024.

¹ Es una estrategia utilizada en el mercado 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.



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 sí 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 SGIC: www.anta-am.com

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