



Comentario Mensual Macroeconómico

Junio 2024





La última semana de mayo estuvo dominada por una serie de acontecimientos políticos que han continuado añadiendo incertidumbre al entorno macroeconómico. Primero, el polémico primer juicio a Donald Trump en EE.UU., que no parece que pueda impedirle presentarse a las elecciones presidenciales de noviembre. Después las elecciones simultáneas en tres gigantes emergentes, México, donde el partido gobernante, Morena, obtuvo una abrumadora victoria y, por otro lado, India y Sudáfrica, donde tanto el BJP como el ANC ganaron, pero con mayorías algo más débiles. El mes de junio abre con los mercados centrados en unas elecciones europeas más relevantes de lo normal.

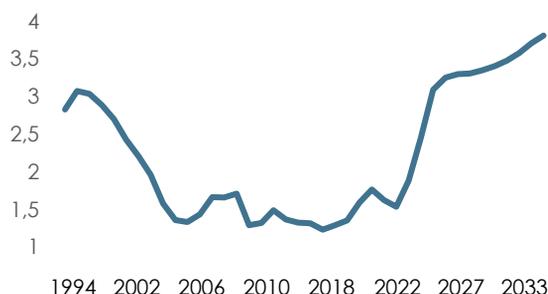
Desde el punto de vista macroeconómico, se empieza a observar lo que ya apuntábamos hace unos meses: una economía americana sólida que comienza a mostrar signos de ralentización. Tanto la revisión del PIB del primer trimestre, como los PMI/ISM confirman lo que ya se veía en la encuesta de hogares de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS). Todo indica que el desempleo pronto superará el 4%, condición necesaria para unas bajadas de tipos de interés más agresivas. Es cierto que los miembros del FOMC¹ siguen enfriando las expectativas y que el mercado sólo anticipa una bajada y media de tipos de interés, ajustada por probabilidad, este año. Sin embargo, ya existen las condiciones necesarias para que la inflación vuelva a la senda decreciente que perdió al inicio del 2024. Esperamos, por tanto, menos volatilidad en las tasas americanas en lo que queda de año.

En Europa la actividad económica ha seguido fortaleciéndose, aunque a niveles muy inferiores a EE.UU. El BCE bajará tipos de interés en junio, pero, con la inflación todavía bastante por encima del 2%, su trabajo se complica.

Todavía pensamos que el BCE reducirá al menos 50 puntos básicos más que la Fed este año, pero la posibilidad de una rápida devaluación del euro, si el mercado percibe que el BCE está demasiado “dovish”, tiene que preocupar al consejo de gobierno.

En China también ha mejorado la actividad económica después de un segundo semestre de 2023 muy depresivo. Creemos más posible que se alcance el objetivo de crecimiento del 5% para el 2024. No obstante, seguimos sin ver la mejora consistente del consumo interno necesaria para un crecimiento sostenible, no dependiente de la inversión pública y de deteriorar aún más los datos estructurales. En particular, los enormes déficits públicos y la deuda total del sistema, especialmente la deuda provincial y local.

Gráfico 1: Estimación del coste de interés americano como % del PIB



Fuente: CBO. Datos a 31/05/2024.

El dato macroeconómico más relevante a nivel global ocurrió en Japón. Parece cada vez más evidente que el BOJ² va a responder a presiones inflacionarias progresivamente más amplias, con una aceleración en la normalización de la política monetaria. Todavía

¹ Es el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de EE.UU.

² Es el Banco Central de Japón.

hay muy poca claridad sobre el proceso de reducción de balance, pero la subida de tipos de interés a largo plazo es indicativa de lo que el mercado anticipa.

Desde el punto de vista técnico, la clave en los próximos años es cómo van a afectar los déficits estructurales, en ausencia de una consolidación fiscal más agresiva de la que se espera actualmente, a la tasa real de equilibrio y, a las primas de riesgo por duración de las principales curvas. El coste de la deuda pública (gráfico 1) está aumentando rápidamente en los principales países de la OCDE y eso tendrá consecuencias. Pronto veremos cómo reaccionan las curvas de rendimientos a la nueva situación de oferta tras más de una década de excesos monetarios. Probablemente, con una política monetaria normalizada, las curvas tendrán unas pendientes medias positivas superiores y la volatilidad será también mayor.

Por ahora, seguimos largos en USD/EUR y neutrales en duración en EE.UU., nos parece más atractiva la duración en la Eurozona. No creemos que sea el momento de entrar en el yen, pero la parte larga de la curva de JGBs³ nos parece ya atractiva. Falta un poco más de visibilidad en cuanto al entorno monetario que se avecina.

En los mercados de crédito nos situamos sobreponderados en grado de inversión, centrados en BBBs y As, dónde el salto de calidad que se produjo desde el 2019 y el

benigno calendario de amortizaciones continúa respaldando los flujos. Por otro lado, nos mantenemos menos cautelosos a un aumento drástico de las tasas de default en high yield, aunque reiteramos que el riesgo no está bien reflejado en las primas de riesgo. De la misma forma se empiezan a ver indicios de estrés en la deuda privada, siendo la parte de los mercados globales que más recelo nos causa dado su tamaño y opacidad.

En cuanto a la renta variable, nuestra visión es positiva. En el escenario actual de valoraciones favorecemos la alta calidad con el enfoque principal centrado en la innovación y transformación tecnológica. Continuamos sobreponderando el mercado americano, dada la fortaleza de la economía y las expectativas de que el crecimiento del beneficio por acción (BPA) se amplíe a un mayor número de sectores. Los resultados del primer trimestre, tanto en ingresos como en BPAs, superaron con creces las expectativas, lideradas por el sector tecnológico y de servicios de comunicación, aunque el diferencial de rentabilidad entre el S&P500 y el Nasdaq ha empezado a reducirse. Consideramos además que la disminución del ritmo de reducción de balance anunciada por la Fed va a ser muy positivo para los mercados. En Europa, mantenemos un posicionamiento neutral y seguimos ligeramente expuestos a China. Tácticamente, mantenemos un enfoque equilibrado entre distintos estilos de inversión tratando de aprovechar las oportunidades en sectores rezagados.

Tabla 1: Expectativas Implícitas Datos Macro

	USA	Eurozona	Alemania	Francia	Italia	España	China	Japón
PIB YOY % - 2024		0,70%	0,20%	0,80%	0,80%	2,00%	4,90%	0,70%
PIB YOY % - 2025		1,40%	1,20%	1,30%	1,10%	1,90%	4,50%	1,00%
Importaciones % interanual - 2024	3,00%	1,10%	-0,90%	-0,20%	0,60%	1,90%	3,20%	2,10%
Importaciones % interanual - 2025	2,60%	2,80%	2,50%	2,40%	2,00%	3,30%	3,00%	2,60%
Exportaciones YOY% - 2024	2,00%	0,70%	-0,70%	1,70%	2,30%	2,90%	2,80%	1,90%
Exportaciones YOY% - 2025	2,40%	2,70%	2,00%	2,30%	1,90%	2,90%	3,00%	2,80%
IPC YOY % - 2024	3,20%	2,40%	2,50%	2,50%	1,40%	3,10%	0,70%	2,60%
IPC YOY % - 2025	2,40%	2,10%	2,20%	1,90%	1,90%	2,30%	1,50%	1,80%
Tasa de desempleo - 2024	3,90%	6,60%	5,90%	7,50%	7,50%	11,70%	4,10%	2,50%
Tasa de desempleo - 2025	4,10%	6,50%	5,60%	7,40%	7,40%	11,40%	4,20%	2,30%
Cuenta corriente % PIB - 2024	-3,10%	2,00%	6,40%	-0,50%	0,90%	2,40%	1,20%	4,00%
Cuenta corriente % PIB - 2025	-3,00%	1,80%	6,20%	-0,60%	1,10%	2,10%	1,10%	3,80%
Presupuesto en % PIB - 2024	-5,80%	-2,90%	-1,70%	-4,70%	-4,70%	-3,30%	-4,80%	-4,20%
Presupuesto en % PIB - 2025	-6,00%	-2,70%	-1,30%	-4,00%	-4,10%	-3,10%	-4,70%	-3,50%
Rating	Aaa / AA+	Aaa / AA+	Aaa / AAA	Aa2 / AA-	Baa3 / BBB	Baa1 / A	A1 / A+	A1 / A+
Outlook	Negativo (Moody's)			Estable (S&P)		Positivo (Moody's)	Negativo (Moody's)	

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/05/2024.

³ Hace referencia a la curva de la deuda pública japonesa.



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 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.