

Informe Semestral Macroeconómico

Julio 2024

- En el actual entorno macroeconómico nuestro escenario base de tipos de interés, es de dos bajadas más, sumadas a la ya realizada en junio, por parte del BCE. Mientras tanto por parte de la Fed, esperamos dos bajadas más a partir de septiembre a lo largo del último trimestre del año.
- En lo que queda de año esperamos que tanto las “pequeñas compañías” como los valores defensivos y cíclicos experimenten subidas de precios significativas a medida que se consolide el cambio de ciclo monetario. También que los siete magníficos¹, vean reducido el crecimiento interanual del Beneficio por Acción registrado en el cuarto trimestre de 2023, hasta el 10 - 15% para el cuarto trimestre del presente ejercicio.
- En la parte de renta fija nos mantenemos sobreponderados en crédito con grado de inversión americano y vemos poco valor en high yield. En Europa seguimos ligeramente sobreponderados en duración core Europe. En Francia, continuamos infraponderados. Por el lado corporativo preferimos los bancos franceses de mayor calidad y, a los precios actuales, la banca italiana frente a la española.

Situación de Mercado

El final del primer semestre del año siempre es un buen momento para hacer una recapitulación de lo que ha ocurrido. Más en un año en el que la volatilidad de tipos de interés se ha mantenido excepcionalmente alta y dónde la situación política en muchos países relevantes ha añadido un punto de incertidumbre a la macroeconomía global.

Después del repunte inflacionario del primer trimestre, el mercado ha tenido que asumir la narrativa de “tipos altos por más tiempo” a ambos lados del Atlántico. Esto ha conducido a un reajuste de las expectativas de bajadas de tipos de interés, tanto de la Fed como del BCE, y a una reducción moderada de la inversión de las curvas de referencia.

Las presiones inflacionistas han empezado a moderarse a partir de abril, más en Europa que en EE.UU, pero el incómodo dato para los bancos centrales continúa siendo una inflación de servicios que se mantiene excesivamente elevada en términos históricos. Con unos mercados de trabajo todavía en niveles relativamente robustos, las autoridades monetarias no pueden asumir que la extremada moderación de los precios de los bienes sea la única fuente de reajuste de los índices de precios. En las condiciones macroeconómicas actuales, la renta fija continuará siendo el factor determinante de los movimientos de mercado. Las tasas implícitas (OIS)², que han experimentado una extraordinaria volatilidad en el primer semestre, han cerrado el período con dos bajadas de

tipos estimadas hasta enero del 2025, tanto para la Fed, como para el BCE, que ya ha realizado una primera bajada de tipos en junio. Ambas estimaciones parecen razonables, aunque las proyecciones para EE.UU en el 2025, entre cuatro y cinco bajadas de tipos, nos parecen un poco agresivas.

Renta Fija

Como ya anticipábamos en nuestro [informe sobre el empleo americano](#) de abril, las tensiones en el mercado de trabajo han empezado a moderarse.

Cuadro 1: Rentabilidad de los activos de renta fija

Renta Fija	Cierre T2	T2 (bp)	S1 (bp) ³
UST 2YR	4,76%	+13,4	+50,4
UST 10YR	4,40%	+19,6	+51,7
GER 10Y	2,50%	+20	+47,6
UK 10Y	4,17%	+23,9	+63,5
JGB 10Y	1,05%	+32,7	+44,1
JGB 30Y	2,24%	+43	+61,6
Primas de Riesgo	Cierre T2	T2 (bp)	S1 (bp) ²
FR 10Y v GER (bp)	79,9	+28,9	+26,3
ITL 10Y v GER (bp)	157,3	+19,4	-9,6
ESP 10Y v GER (bp)	92	+5,9	-4
NED 10Y v GER (bp)	33,4	+3,1	+3,3
Índices Renta Fija	Cierre T2	T2 (bp)	S1 (bp) ²
Markit CDX IG	53,42	+1,9	-3,3
Markit CDX HY	342,58	+3,4	+7,6
Markit CDX EM	174,73	+6,0	+7,3
iTraxx Europe IG	60,93	+6,7	+2,7
iTraxx Europe Xover	319,17	+22,1	+8,7

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/07/2024.

¹ Hacen referencia a las compañías que han registrado un comportamiento impecable en los últimos años: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA, Meta y Tesla.

² Overnight Indexed Swap, es un instrumento derivado que se utiliza para medir la tasa implícita libre de riesgo.

³ Puntos básicos.

Lo que ya se percibía en la debilidad de la encuesta de hogares de EE.UU., se ha confirmado en las últimas semanas con un deterioro en la encuesta de establecimientos y un aumento, ligero, pero sostenido, de las peticiones de seguro de desempleo y del número de empleos disponibles. Sin entrar a discutir el deterioro de la calidad estadística de las encuestas, un tema controvertido en los círculos económicos americanos, la tasa de actividad, la calidad del empleo (indefinido vs temporal), el ritmo de aumento del desempleo en la encuesta de hogares y la duración del tiempo medio que el trabajador permanece desempleado, apuntan a que la tasa de desempleo llegará, e incluso pueda superar, el 4,1% a finales de año o comienzos del 2025. Esto, unido a una, de momento leve, desaceleración de la actividad económica, ofrecen margen a la Fed para empezar a normalizar la política monetaria después del verano.

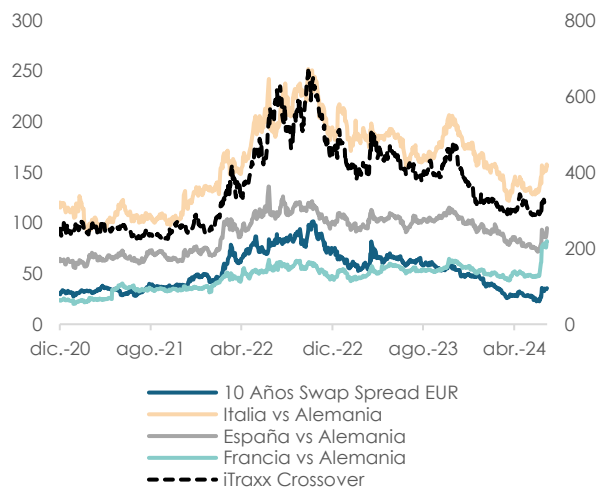
El debate se ha trasladado ahora a la tasa de interés de equilibrio (R^*) y a la prima de riesgo por duración. El consenso general, en un contexto de déficits excesivos, rápidos aumentos del coste de la deuda pública, e incertidumbre sobre la senda a largo plazo de la ratio deuda/PIB en ausencia de controles al gasto no discrecional, es que las curvas tendrán una pendiente media superior, y la volatilidad de curva se mantendrá a niveles elevados. A esto añadimos las incertidumbres que una victoria de Trump, más factible después del desastroso desempeño del presidente Biden en el primer debate, traen sobre la política fiscal y comercial americana.

En EE.UU. seguimos favoreciendo steepeners⁴ combinados con barbells⁵ 2v10v20 y nos mantenemos neutrales en duración. Con la curva invertida ya por mucho más tiempo que el récord anterior, es difícil ver un catalizador que lleve a niveles drásticamente más bajos en los tipos a largo. Si que vemos oportunidades tácticas por encima de 4,45% - 4,48% en los bonos del tesoro americano a 10 años, y tenderíamos a infraponderar o vender directamente "breaks"⁶ por debajo de 4,17-4,21%. Tampoco ha cambiado mucho nuestra posición en los mercados de crédito a pesar de la ligera subida de las primas de riesgo en junio. Seguimos sobreponderados en investment grade; vemos poco valor en high yield.

En Europa el acontecimiento del trimestre fue la victoria de las fuerzas populistas de derecha en las elecciones europeas de junio, que llevaron a la arriesgadísima decisión del presidente Macron de convocar elecciones legislativas ([ver nuestro informe sobre las elecciones francesas](#)). Se abre un período de incertidumbre en la política francesa. El complicado sistema electoral a doble ronda y el voto táctico contra el RN por parte del resto de los partidos ha impedido que la ultraderecha llegue al poder, pero ha provocado que fuera el NFP, donde la izquierda radical es dominante, la alianza con más escaños, algo a lo que el mercado tampoco gustará demasiado. Es difícil predecir qué ocurrirá en los próximos meses, pero se avecina un bloqueo legislativo de inciertas consecuencias en una sociedad tan polarizada. Siendo Francia uno de los países a los que la Comisión Europea ha abierto un procedimiento de déficit excesivo, la volatilidad está casi garantizada.

Las elecciones llevaron a un drástico aumento de la prima de riesgo francesa, que alcanzó niveles récord antes de la primera ronda de las legislativas. Pero, fuera de Francia, no se puede decir que hubiera estrés en el sistema; los swap spreads subieron ligeramente y tanto las primas periféricas como el crossover se ampliaron, pero se mantuvieron en general por debajo de los niveles de finales del 2023, especialmente la italiana.

Gráfico 1: Evolución de los diferenciales de crédito Eurozona



Fuente: Bloomberg.

⁴ Hace referencia a una estrategia favorecida por el empinamiento de la curva, en la que se compran bonos cortos y se venden bonos largos.

⁵ Técnica que implica o vender la parte media de la curva y comprar las alas.

⁶ Hace referencia a operar cuando se alcanza cierto valor de soporte o resistencia.

En estas circunstancias, seguimos ligeramente sobre ponderados en duración "core europe"⁷ ex Francia, con ligera predilección por Países Bajos, Finlandia y Austria. Continuamos infraponderados en Francia, aunque consideraríamos cambiar la posición si la prima contra Alemania superara +85 puntos básicos. Preferimos la deuda de la UE, al menos de momento. En crédito a los precios actuales optamos por los bancos franceses de mayor calidad y la banca italiana sobre la española. Nos mantenemos sobreponderados en el sector industrial, aunque con algún pequeño cambio sectorial. En general, seguimos sobreponderados en corporativos contra soberanos con preferencia por el segmento BBB a A.

No queremos abandonar el segmento de renta fija sin hablar de la deuda japonesa. La extrema debilidad del Yen, que ha roto por encima de JPY/USD 160, nivel que no se veía desde 1986, se debe únicamente a la política ultra laxa del Banco de Japón (BoJ). La divisa japonesa no se estabilizará, y aún menos se apreciará, hasta que el mercado vea indicios claros de que el banco central está dispuesto a normalizar su marco de política monetaria. Es muy probable que el BoJ anuncie en su reunión de política monetaria de finales de julio una reducción importante de su programa de compra de activos; incluso, podría subir tipos, aunque esto es menos probable de momento. Los rendimientos de los bonos del gobierno japonés (JGBs) tendrían que subir bastante para compensar por el carry extremadamente negativo, pero en la parte larga empiezan ya a vislumbrarse oportunidades tácticas con rendimientos potencialmente atractivos.

Divisas

Cuadro 2: Rentabilidad de las principales divisas

	Cierre T2	T2	S1
EUR	1,07	-0,71%	-2,95%
GBP	1,26	0,17%	-0,68%
JPY	160,88	-5,92%	-12,33%
KRW	1376.5	-2,12%	-6,42%
BRL	5,59	-10,37%	-13,17%
MXN	18,31	-9,61%	-7,35%

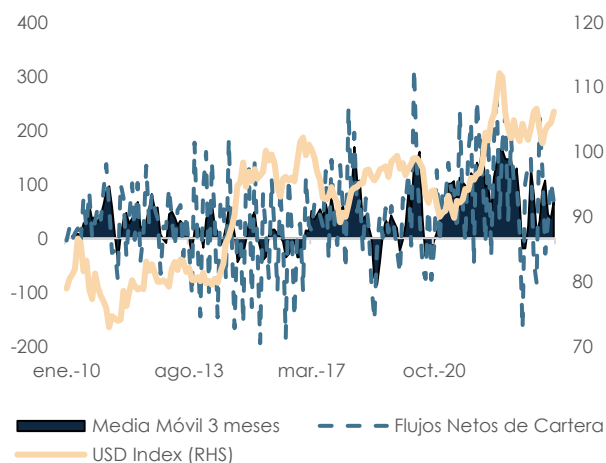
Fuente: Bloomberg, Datos a 30/07/2024.

⁷ Se refiere a bonos emitidos por países centrales de la zona euro, tales como Alemania, Francia, Países Bajos, entre otros.

⁸ Hace referencia al dólar estadounidense.

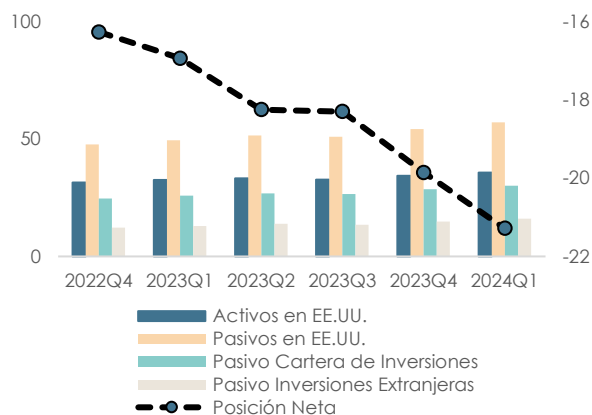
El segundo trimestre del 2024 estuvo definido por un escenario de fortaleza del dólar americano en casi todas las zonas geográficas. Solamente el Euro mantuvo el tipo entre las principales divisas mundiales, lo cual es sorprendente dada la presión sobre los activos de Francia y de los países periféricos de la zona Euro a finales de junio. Fuera del Yen japonés, la debilidad fue particularmente notable en las grandes monedas emergentes. El Won surcoreano (KRW) siguió parcialmente al Yen en su declive, mientras que el Real brasileño (BRL) y el Peso mexicano (MXN) cayeron fuertemente. El mercado ha empezado a cuestionarse el valor real del "greenback"⁸, particularmente contra el Euro y el Yen. Incluso hay quién ve similitudes con la situación en 2001-2002, último episodio de sobre valoración excesiva de la moneda estadounidense. Ya hemos hablado de las razones para la debilidad del Yen. En cuanto al Euro, aunque hay un número creciente de analistas que apuestan por una depreciación del USD contra el EUR, nosotros permanecemos en el campo contrario. Primero, porque la valoración real del dólar está todavía por debajo del nivel del 2001, y muy lejos de los niveles de 1980-84. Segundo porque la subida del USD ha ido acompañada de flujos de capital extremadamente favorables (Grafico 5 y 6), tanto públicos como privados. En el caso particular del EUR, además, la apreciación del USD ha sido bastante más gradual (Grafico 7).

Gráfico 5: Flujos netos de cartera en EE.UU. (miles de millones USD) e índice ICE USD



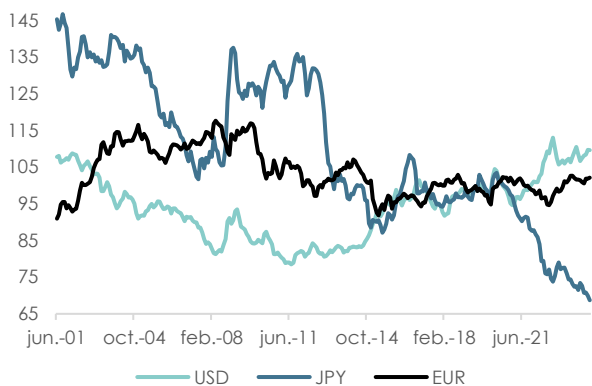
Fuente: Bloomberg, Bureau of Economic Analysis Datos a 31/05/2024.

Gráfico 6: Posición Inversión Internacional EE.UU (Base=2020)



Fuente: Bloomberg, Bureau of Economic Analysis Datos a 31/05/2024.

Gráfico 7: Tipos de cambio reales efectivos (Base=2020)



Fuente: FRED St. Louis Fed; BIS. Datos a 31/05/2024.

En general, a corto y medio plazo las divisas se mueven en función de los diferenciales de tipos a corto y de las expectativas de crecimiento del PIB de cada cruce; todos estos factores son todavía extremadamente favorables al USD contra el EUR. Seguimos por tanto moderadamente sobreponderados USD/EUR. Fuera del cruce USD/EUR, no vemos excesivos cambios en los próximos meses. El JPY será en algún momento una posición a considerar, pero necesitaremos ver un principio de normalización de política monetaria y una reducción del coste relativo de tener Yenes antes de comprarlo.

El MXN podría ser atractivo a estos niveles, pero el riesgo político inherente a la nueva administración de Claudia Sheibaum nos hace ser cautelosos. Preferimos entrar más cerca del nivel MXN/USD20. El BRL es un enigma; es evidente que el mercado duda de la solidez del

compromiso antiinflacionario del banco central a pesar de unos tipos de interés reales extremadamente altos. El elevado déficit fiscal, las continuas declaraciones del presidente Lula y la altísima volatilidad de tipos ponen al banco central en una posición delicada. En un entorno macroeconómico complicado para países emergentes, es más que probable que el BRL siga devaluándose, aunque no creemos que lo haga al ritmo de los últimos meses.

Renta Variable

La renta variable americana ha tenido un comportamiento espectacular en el segundo trimestre, siendo el único de los grandes mercados que registró beneficios. Este rally continúa siendo extremadamente concentrado: los siete magníficos del NASDAQ representan ya el 31% de la capitalización del S&P500. Al cierre de junio, estos siete valores habían subido colectivamente un 57% desde junio del 2023, comparado con un 25% para el índice total. Para algunos analistas, esta concentración, los PERs históricamente elevados y otros indicadores como el Buffet ratio (Capitalización/PIB), sugieren que el mercado americano está peligrosamente sobrevalorado. Sin embargo, aunque reconocemos que técnicamente este mercado pueda estar sobrecomprado, no vemos un riesgo de corrección significativa.

Cuadro 3: Rentabilidad de los principales índices

Renta Variable	Cierre T2	S1	YOY
S&P 500	3,92%	14,48%	22,70%
NASDAQ Comp.	8,26%	18,13%	28,61%
NASDAQ 100	7,82%	16,98%	29,67%
Russel 2000	-3,62%	1,02%	14,71%
EuroStoxx 50	-3,73%	8,24%	11,25%
NIKKEI	-1,95%	18,28%	19,27%
CSI 300	-2,14%	0,89%	-9,91%

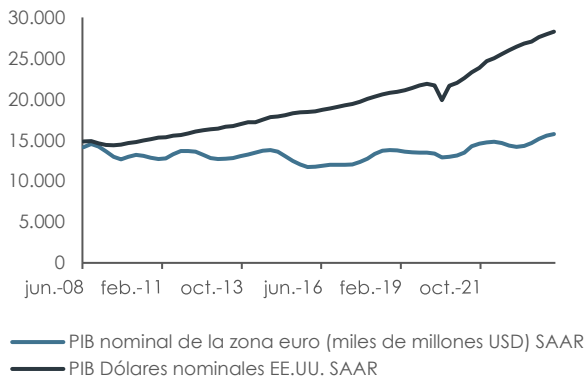
Fuente: Bloomberg. Datos a 30/07/2024.

Ciertamente es probable que sus rendimientos sean inferiores a los de otros mercados globales en el próximo trimestre, pero no creemos que haya una burbuja de valoraciones por varias razones:

1. Estamos hablando del mercado más grande y líquido del mundo, que aglutina a casi todas las megacaps globales, pero resulta de un entorno en el que se produce la mayor concentración de innovación tecnológica, eficiencia y productividad en la historia de la humanidad.

No hay más que remitirse al gráfico 8 para ver el enorme diferencial de crecimiento entre EE.UU y la UE desde la gran crisis financiera del 2008. El boom de la IA además, puede justificar valoraciones superiores de la misma forma que el boom de internet produjo un salto efectivo del PIB potencial.

Gráfico 8: Evolución de PIB Nominal EE.UU vs Europa



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

2. En la economía actual hay que medir el riesgo de concentración desde el punto de vista global. Si, es cierto que el mercado americano representa el 70% del MSCI World, pero no es menos cierto que también contiene al 70% de las empresas de calidad, medida por el *free cash flow yield*, y con superioridad global en los sectores más dinámicos y con mayor potencial de crecimiento (diseño de semiconductores, software o biotech).

3. Si bien es verdad que los PER adelantados están por encima de la media histórica y casi un 40% superiores a la media en Europa, están, por ejemplo, por debajo del PER del Nikkei y todavía lejos de los récords del puntocom boom en el 2000. Además, mientras el S&P 500 ha registrado una subida de del 85% desde el 2019, hay que apuntar que en los cinco años de la "burbuja puntocom" la subida fue superior al 215%. Se podría argumentar que hay una burbuja en algunas acciones, lo cual en si dependería de las tasas de crecimiento de beneficios de estos valores en los próximos cinco años, pero no se puede decir que haya una burbuja en el mercado al completo.

4. A diferencia de los últimos trimestres de la burbuja puntocom, el crecimiento de los beneficios empresariales continúa siendo robusto y en línea con los rendimientos del índice.

5) El riesgo de concentración no es tal si hay suficiente diversificación en los tenedores de estos activos y esto se está produciendo. Los grandes tenedores locales (401Ks, fondos de pensiones), e internacionales, fondos soberanos, fondos sectoriales/regionales, están en general infra ponderados megacaps.

6) Finalmente, la concentración actual no es exagerada en términos históricos y no hay una correlación estadísticamente significativa entre la concentración del índice y correcciones significativas, superiores a -10%.

En lo que queda de año esperamos que tanto las "small caps" como los valores defensivos y cíclicos experimenten subidas de precios significativas a medida que se consolide el cambio de ciclo monetario, lo cual impulsaría una positiva convergencia de las tasas de crecimiento dentro del S&P 500. Esperamos también que los siete magníficos, vean reducido el crecimiento interanual del Beneficio por Acción del 71% registrado en el cuarto trimestre de 2023, hasta el 10 - 15% para el cuarto trimestre del presente ejercicio. En contraste, se prevé que los beneficios de los otros 493 valores pasen de una contracción del 3% a un crecimiento del 20% en el mismo período, liderados por los sectores de energía y salud. Recordamos a los inversores, que las dinámicas de final de ciclo suelen resultar positivas para el segmento de calidad, y en menor medida, para los segmentos "momentum" y de baja volatilidad.

Nuestra percepción en Europa, después de una década de crecimiento limitado, es que el entorno macroeconómico está mejorando para la renta variable europea. Las ventas internacionales han mejorado, los beneficios han aumentado, seguimos viendo flujos de inversión en tecnologías renovables y relocalización estratégica de la producción. Al mismo tiempo, el proceso desinflacionario está avanzando más rápidamente que en EE.UU. A pesar de este optimismo, es crucial que los inversores se mantengan prudentes. Europa siempre ha requerido un enfoque específico para seleccionar las empresas y sectores adecuados y, con el aumento de la dispersión y el riesgo político, esta ocasión no es una excepción.

En la Anta AM preferimos valores de gran capitalización y alta calidad, con una mayor

sobreponderación en valores estadounidenses respecto a Europa. Seguimos invertidos en mercados emergentes que presenten valoraciones razonables. Sectorialmente, nuestras inversiones se centran sobre todo en empresas de alta calidad con márgenes resilientes. Continuamos viendo valor en tecnología y salud; los valores cíclicos industriales también podrían ofrecer oportunidades interesantes a medida que dejen atrás las recesiones sucesivas de beneficios. Creemos en general que la exposición a los mercados de renta variable seguirá ofreciendo protección contra el riesgo de una inflación todavía moderadamente elevada en el medio plazo.

En China continuamos invertidos en un número limitado de "acciones de calidad". La economía china continúa en un estado semi depresivo, con el consumo todavía sin dar muestras de recuperación, y con un crecimiento financiado casi exclusivamente por inversión pública o dirigida por el gobierno. No vemos valor más que en valores puntuales. Además, hemos visto recientemente flujos masivos hacia la renta fija, concretamente hacia bonos del gobierno ultra largos, reflejando la preferencia por la liquidez del sistema. Estas tendencias deberían continuar en el segundo semestre.

Materias Primas

Cuadro 4: Rentabilidad de las materias primas

Commodities	Cierre T2	S1	YoY
Gold Spot	4,34%	12,79%	21,23%
Copper Spot	7,86%	11,72%	13,63%
Oil WTI Futures	0,80%	13,74%	19,12%
Oil Brent Futures	0,51%	12,03%	16,66%

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/07/2024.

El oro sigue excepcionalmente fuerte. La tendencia de aumentar las tenencias de oro por parte de los bancos centrales va a continuar, dados los riesgos geopolíticos y la intención no disimulada de muchos países emergentes, particularmente China, India o Turquía de reducir su dependencia del USD. Con las elecciones americanas en el horizonte, seguimos muy positivos en este metal precioso, dado el complicado momento técnico de las criptomonedas.

El cobre, el principal metal industrial, tiene unas perspectivas más complicadas debido a los indicios de desaceleración económica en EE.UU y China. Recomendamos tomar beneficios. Por las mismas razones recomendamos reducir posiciones en petróleo.

Tabla 1: Distribución de Activos de Anta Asset Management – S1

Clase de activos	Oportunidades	Negativos	Neutrales	Positivos
Renta Fija	Duración		●	
	Gobiernos			●
	Crédito		●	
	Corporativa IG			●
	Corporativa HY	●		
Renta Variable	Europa		●	
	EE.UU.			●
	China		●	
	Emergentes	●		
Divisas	USD			●
	EUR		●	
Materias Primas	Petróleo	●		
	Oro		●	

Fuente: Anta AM. Datos a 30/07/2024.

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.