



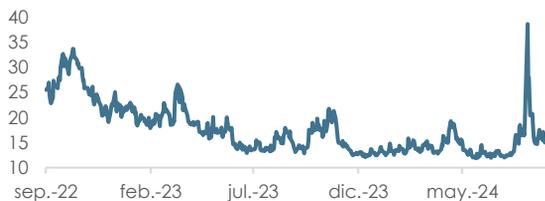
Comentario Mensual Macroeconómico

Septiembre 2024



La falta de visibilidad sobre la política monetaria global que resaltábamos en el comentario [mensual de junio](#) ha desaparecido. Los mercados financieros experimentaron un periodo de volatilidad extrema a principios de agosto, debido en gran parte al inesperado cambio de rumbo hacia una más acelerada normalización de la política monetaria del Banco de Japón. Esto dio lugar a una drástica apreciación del yen japonés, al tiempo que se desmontaba una parte importante de las posiciones de "carry trade" global, generando una enorme volatilidad (stop-losses y margin calls exacerbando la pobre liquidez veraniega), sobre todo en los mercados de divisas.

Gráfico 1: Evolución del índice de volatilidad VIX



Fuente: Bloomberg. Datos a 02/09/2024.4

Al mismo tiempo, se producía un rápido deterioro en la tasa de desempleo americana, algo que ya anticipábamos desde hace meses, resucitando temores a una recesión inminente en EE.UU. Las bolsas globales se derrumbaron bajo el doble golpe, los diferenciales de crédito saltaron y los tipos de interés de los bonos y de los futuros monetarios/OIS para los próximos 24 meses bajaron fuertemente.

Gráfico 2: Evolución de la tasa de desempleo en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos a 02/09/2024.4

No obstante, las bolsas globales recuperaron prácticamente todo el terreno perdido en la segunda mitad de agosto. Al fin y al cabo, se ha confirmado ya el inminente inicio del esperado pivot de la Fed. Aunque el mercado anticipa bajadas de tipos, en nuestra opinión demasiado agresivas hasta el 2026, los funcionarios del banco central ya confirman activamente el cambio de ciclo. Además, el crecimiento y el nivel de empleo son todavía relativamente robustos en EE.UU., lejos de lo que se requeriría para un entorno recesivo. No hemos visto una recuperación similar en los diferenciales de crédito que continúan significativamente por encima de los mínimos de julio. No aguardamos una mejora significativa de los diferenciales dado el nivel de nuevas emisiones que se esperan y la incertidumbre sobre las elecciones americanas. Hemos empezado a acumular algunos créditos industriales a diferenciales muy atractivos, junto con una pequeña disminución del peso de banca/financieros. También hemos aumentado el rating medio de la cartera corporativa modelo. Continuamos viendo poco valor en high yield fuera de países emergentes.

En las curvas soberanas, todavía creemos que no habrá una diferencia importante en la velocidad de reducción de tipos entre EE.UU y Europa en los próximos 12-24 meses. La ralentización de la actividad económica en Alemania y "core Europe" ha llevado a un pequeño reajuste de las ya anémicas expectativas de crecimiento de la Eurozona para 2024 y 2025. Consideramos mucho más probable que el BCE deje los tipos a final de ciclo muy cerca del 2% a que la Fed llegue a bajar hasta el 3,1% como apuntan actualmente las tasas implícitas. Se ha producido ya la casi completa desinversión de la curva americana con una rapidez mayor de lo que esperábamos, aunque todavía tiene camino por recorrer. Considerando los elevados déficits americanos y los movimientos recientes, continuamos prefiriendo la duración en Europa sobre la duración en Treasuries. Nos hemos limitado a reducir el peso de 1-3 años en la cartera modelo, en favor de aumentar

el segmento 7-9 años, donde vemos la mejor combinación de TIR/potencial de apreciación. En Europa a estos diferenciales soberanos vemos valor en Italia y Finlandia, que han sufrido por distintas razones en los dos últimos meses, también en bonos largos periféricos y de la UE.

En divisas seguimos fuera del cruce USD/JPY, demasiado ruido técnico y mucha posición pendiente de desinvertir. En el EUR/USD hemos aumentado la sobreponderación en la moneda americana. No nos parece que ni el diferencial actual o implícito de tipos de interés ni el potencial de crecimiento justifican la depreciación experimentada por el billete verde en los últimos diez días de agosto. En mercados emergentes seguimos preocupados por la situación fiscal en Brasil. Si el mercado continúa cuestionando la capacidad del gobierno de Lula para mantenerse dentro de las reglas de gasto no nos extrañaría ver a la moneda Brasileña romper el nivel BRL/USD 5,75-5,8. Nos mantenemos neutrales en MXN y INR a pesar de las caídas recientes. En cuanto a THB y IDR, han tenido un gran desempeño en agosto y no vemos valor.

Por el lado de las materias primas, todavía nos situamos estructuralmente sobreponderados en oro. Nos mantenemos neutrales y ligeramente positivos en petróleo, ya que creemos que se mantendrá soportado por la situación de las reservas y el mantenimiento de la disciplina de producción de la OPEP. En metales industriales, dada la continuada debilidad en la actividad económica China no esperamos muchos cambios. El mineral de hierro continuará su debilidad estructural y empezamos a ver signos de debilidad técnica en el cobre y el níquel.

Tabla 1: Resultados empresariales por sector

Sector	Reportado	Crecimiento ventas	Crecimiento ganancias
Total	2940/3095	5,23%	9,73%
Materiales	152/158	-1,94%	-7,89%
Industriales	384/400	0,36%	-5,34%
Consumo básico	120/134	1,07%	2,26%
Energía	153/160	7,04%	1,72%
Tecnología	329/365	7,81%	20,05%
C. discrecional	310/347	4,11%	11,34%
Comunicaciones	121/124	6,89%	2,63%
Financiero	634/662	10,11%	17,01%
Salud	487/492	7,38%	22,41%
Servicios públicos	71/72	3,78%	4,21%
Inmobiliario	179/181	9,27%	2,34%

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/08/2024.

En renta variable, los resultados del 2T han cumplido en su mayoría con las expectativas, justificando los avances de las bolsas en un contexto de cambio de ciclo monetario. De 3.000 compañías americanas que han reportado, el denominador común ha sido mantenimiento de ventas y mejora de márgenes. El factor clave para las valoraciones a estos niveles de PER, son los beneficios futuros. Éstos, en general, se estima que se expandirán en 2024-2025 en un rango del +11/+14% anual en EE.UU. y del +3%/+8% en Europa. Creemos, que seguiremos en un contexto favorable para las bolsas y los activos de riesgo. Nuestra estrategia de inversión es continuar sobreponderando bolsa americana frente a europea. Nuestro potencial de revalorización estimado hasta el 2025 es de un +23% para la bolsa americana y +8% para la europea, consistente con el avance acumulado de las "ganancias" y la mejora de las valoraciones derivada de las bajadas de tipos de interés.

Tabla 2: Expectativas Implícitas Datos Macro

	USA	Eurozona	Alemania	Francia	Italia	España	China	Japón
PIB YOY % - 2024	2,40%	0,70%	0,10%	1,20%	0,80%	2,70%	4,90%	0,10%
PIB YOY % - 2025	1,70%	1,40%	1,10%	1,20%	1,00%	1,90%	4,50%	1,20%
Importaciones % interanual - 2024	3,70%	0,20%	-0,60%	-1,00%	-1,70%	2,50%	3,00%	0,50%
Importaciones % interanual - 2025	2,60%	2,90%	2,30%	2,50%	2,10%	2,70%	2,90%	3,20%
Exportaciones YOY% - 2024	2,20%	1,40%	0,30%	2,30%	2,50%	4,10%	4,50%	0,10%
Exportaciones YOY% - 2025	2,20%	2,40%	0,30%	2,30%	2,00%	3,20%	3,00%	3,30%
IPC YOY % - 2024	2,90%	2,40%	2,50%	2,50%	1,10%	3,10%	0,50%	2,40%
IPC YOY % - 2025	2,30%	2,10%	2,50%	1,90%	1,70%	2,20%	1,50%	1,90%
Tasa de desempleo - 2024	4,10%	6,50%	6,00%	7,50%	7,20%	11,70%		2,50%
Tasa de desempleo - 2025	430,00%	6,50%	6,00%	7,40%	7,00%	11,30%		2,40%
Cuenta corriente % PIB - 2024	-3,30%	2,40%	7,00%	0,00%	1,70%	2,80%	1,30%	4,00%
Cuenta corriente % PIB - 2025	-3,30%	2,20%	7,00%	-0,20%	1,80%	2,50%	1,20%	3,70%
Presupuesto en % PIB - 2024	-6,60%	-3,00%	-1,80%	-5,30%	-4,70%	-3,10%	-4,80%	-4,20%
Presupuesto en % PIB - 2025	-6,60%	-2,70%	-1,80%	-4,60%	-4,10%	-2,90%	-4,60%	-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 30/08/2024.



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.