



Informe Trimestral Macroeconómico

Octubre 2024

Comentario Trimestral Macroeconómico

Octubre 2024 — Pedro Pérez, Director de Renta Fija y Análisis Macro

- En el actual entorno macroeconómico nuestro escenario central de tipos de interés es de dos bajadas más por parte de la Fed de aquí a final de año, aunque la probabilidad implícita de los mercados ha disminuido ya hasta el 80%. Por parte del BCE esperamos, con casi total seguridad, dos bajadas más en las próximas reuniones de octubre y de diciembre.
- En renta variable vemos oportunidades de forma puntual en compañías europeas de alta calidad y que han sufrido recientemente un castigo excesivo en su cotización. Sin embargo, de forma generalizada los datos refuerzan nuestro sobreposicionamiento en favor de las empresas americanas.
- En la parte de renta fija hemos rebajado nuestra ponderación en Italia, debido a su comportamiento excepcional en las últimas semanas. En las curvas periféricas, nos mantenemos sobreponderados. En España, no sólo contra Italia, sino también contra Portugal. El segmento de 7 años y la parte larga de la curva es donde vemos más valor respecto a Italia. En las curvas con Tires más bajos continuamos sobreponderados en Bélgica, Finlandia, bonos de la UE y en algunas agencias.

Situación de Mercado

Los mercados financieros experimentaron un periodo de volatilidad extrema a principios de agosto, debido en gran parte al inesperado cambio de rumbo hacia una acelerada normalización de la política monetaria del Banco de Japón. Esto dio lugar a una drástica apreciación del Yen japonés, al desmontarse una parte importante de las posiciones del "carry trade" global, generando una enorme volatilidad (stop-losses y margin calls exacerbando la pobre liquidez veraniega), sobre todo en los mercados de divisas. El trimestre estuvo lleno de otros acontecimientos macroeconómicos de importancia. En primer lugar, la confirmación, después de la bajada de 50 puntos básicos del 17-18 de septiembre, de que el esperado pivot de la Fed había comenzado. Aunque una bajada de 50 puntos básicos es siempre noticia, el mercado asumía ya una elevada probabilidad de que esto ocurriera. La desaceleración de la inflación, con el core PCE ya apuntando a un posible cierre del 2024 por debajo de 2,5%, a pesar de la continuada fortaleza en el segmento core services, se unió al rápido incremento de la tasa de desempleo para generar un "bull steepener"¹ rally espectacular con una rapidísima desinversión de la curva. El mercado rebajó un poco las expectativas en la última semana del mes, ya que todos los datos todavía apuntaban a una economía americana moderadamente robusta. La pregunta fundamental es, ¿cuántas bajadas de tipos de interés y de que magnitud total

podemos esperar tanto en EE. UU. como en la Eurozona? Un simple análisis con las proyecciones de la Fed, y el CBO² sugieren una tasa neutral de entre el 3,25% y 3,45% para finales del tercer trimestre del 2025. Sin embargo, es evidente que hay riesgos considerables a ambos lados de esta proyección, más sin conocer aún quién será el ganador de las elecciones presidenciales de noviembre y el elevado riesgo geopolítico actual. Powell en su última declaración enfatizó que "no tenían prisa" para alcanzar la situación de normalidad monetaria. Esto contrasta con las tasas OIS³ que anticipan, con una elevada probabilidad implícita, una tasa del 3,45% para septiembre del año que viene.

En la Eurozona la situación es considerablemente más clara. La caída de la actividad económica en el "core" de la Eurozona, con una acusada debilidad global de los PMIs⁴ manufactureros en los países centrales, concretamente en Alemania y Francia y las declaraciones recientes de los miembros del BCE, han llevado al mercado a apuntar bajadas en cada reunión del consejo de Gobierno por lo menos hasta junio del 2025. Es decir, al menos 6 bajadas de tipos de interés incluida la inminente reunión del 17 de octubre. Un análisis similar al que hemos hecho para EE. UU. arroja como resultado una tasa neutral de aproximadamente el 2% para el tercer trimestre

¹ Es un cambio en la curva de rendimiento causado por la caída más rápida de las tasas de interés a corto plazo que las tasas a largo plazo.

² Oficina de Presupuesto del Congreso.

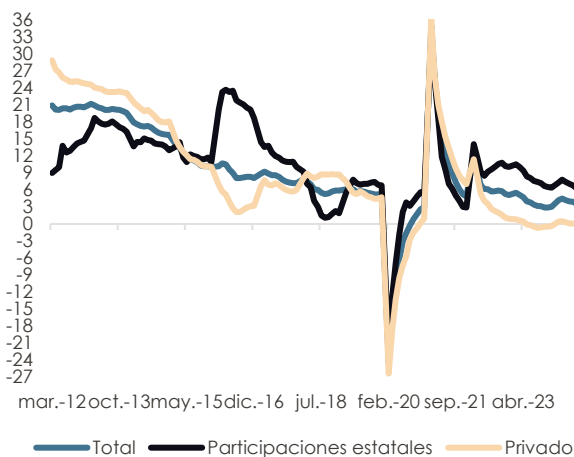
³ Overnight Indexed Swap, es un instrumento derivado que se utiliza para medir la tasa implícita libre de riesgo.

⁴ PMIs, Purchasing Manager's Index, indicador clave de la actividad económica en el sector manufacturero.

del 2025, aunque los riesgos en este caso están más sesgados a la baja. En Europa no nos extrañaría observar una tasa terminal del 1,75%, cerca de lo que los mercados están proyectando actualmente.

Por último, hay que hablar del paquete de medidas recientemente anunciado por el Politburo⁵ chino. La economía china está inmersa en una enorme trampa de liquidez, con la larga resaca de la quiebra casi total del sector inmobiliario deprimiendo la demanda interna. Además del continuo deterioro de la inversión fija (gráfico 1), las caídas interanuales de los precios industriales y el deflactor del PIB alcanzando 5 trimestres seguidos en negativo (gráfico 2), todo ello sugiere que la economía china está inmersa en un proceso deflacionario ya consolidado.

Gráfico 1: Inversión en activos fijos en China. Interanual % Acumulativo.

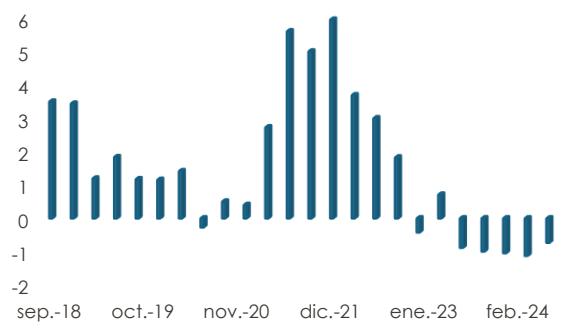


Fuente: Bloomberg. Datos a 30/09/2024.

Los sucesivos paquetes anunciados desde el 2023 han tenido muy poco impacto. Las ventas inmobiliarias han seguido cayendo y las sucesivas medidas en apoyo al sector han sido inútiles contra un contexto de un enorme stock de inmuebles inacabados (90-100MM). A esto hay que añadir una retracción de la demanda autoalimentada por continuas rebajas de precios y proyectos inacabados, unas autoridades regionales reacias a seguir comprando stock en medio de lo que es ya una

crisis de deuda regional y local, tanto directa como a través de SPVs, y un deterioro generalizado de su situación financiera. Sobre todo, a través de la que era una de sus mayores fuentes de ingresos, las ventas de suelo público. Para terminar, un continuo desgaste de los beneficios empresariales, el colapso de la inversión directa internacional y una caída acelerada de los salarios reales completan un panorama desolador.

Gráfico 2: Evolución del deflactor del PIB interanual en China.



Fuente: Bloomberg. Datos a 30/09/2024

El problema viene por el lado de un exceso de capacidad y de una perversa asignación de los recursos. Bajar el coste de capital cuando la inversión es todavía más de un 46% del PIB y con rendimientos decrecientes, para mantener un objetivo de crecimiento artificialmente alto, no parece lo más eficiente para conseguir un crecimiento sostenible. Y, con la inversión oficial enfocada hacia sectores como el de los coches eléctricos, donde hay evidencia más que suficiente de que las compañías chinas han recibidos subsidios de enorme magnitud, sólo generará problemas comerciales con Europa y EE. UU. Regiones donde la paciencia y la tolerancia con estas prácticas abusivas se está acabando. Más de lo mismo sólo puede terminar en aranceles masivos y una guerra comercial que hará daño a ambas partes, a Europa más que a EE.UU. Una batalla que China, con su dependencia de las exportaciones y una población con gravísimos problemas de envejecimiento a corto plazo, no puede ganar.

⁵ El Buró Político del Comité Central del Partido Comunista de China, es un órgano clave de toma de decisiones de máximo nivel del Partido Comunista de China.

Las medidas del gobierno fueron una extensión de políticas que ya se estaban aplicando, a las que se han añadido algunas medidas fiscales y reformas monetarias. El paquete de medidas destinadas al sector inmobiliario tampoco presenta muchas novedades, con reducciones de depósitos/entradas en hipotecas tanto de primera como de segunda vivienda, más dinero a los gobiernos locales para comprar stock, reducciones de tipos de interés y reservas bancarias.

El Banco Popular de China ha introducido reformas en su marco de política monetaria. Se ha producido una modificación en la tasa de referencia hacia un régimen más parecido al de los bancos centrales desarrollados, con la tasa de reverse repo⁶ a 7 días como base del sistema. Sin embargo, el PBOC⁷ no ha renunciado a controlar la tasa a un año (MTLF)⁸ que hasta muy recientemente era su tasa clave. Esto unido a la activa intervención de los bancos públicos defendiendo el yuan directamente o con FX swaps⁹, revela una clara intención por parte de las autoridades de mantener un control todavía más estricto sobre la curva de rendimientos y el mecanismo de transmisión monetaria. El riesgo evidente es que se siga alterando la asignación eficiente de los recursos. El nuevo paquete de medidas incluye \$142bn para recapitalización bancaria que probablemente responde a la enorme exposición que el sistema bancario tiene a gobiernos locales y, específicamente, a sus SPVs, cuya magnitud es difícil de estimar en el opaco sistema financiero chino.

La parte fiscal del nuevo programa de estímulo es la menos clara desde el punto de vista macroeconómico. Por el momento, se ha anunciado una nueva emisión especial de bonos del gobierno por valor de \$285bn (1,5% del PIB) y se va a permitir nuevas emisiones de deuda local por un importe de al menos \$28bn. Las que pueden tener más impacto a medio plazo, como son los subsidios directos a jóvenes, a familias necesitadas y a hogares con más de dos hijos, están por concretar y no parecen ser de la dimensión necesaria para reactivar el consumo. Otros como los subsidios para reemplazar electrodomésticos, automóviles y otros bienes duraderos ya se han intentado con resultados mediocres. Por último, se adelantarán proyectos de inversión planeados para el 2025, aunque no se ha definido claramente la magnitud ni el alcance de esta medida.

⁶ Es la tasa de interés que un banco central paga por recompras inversas para controlar la liquidez.

⁷ People's Bank of China, es el banco central de China.

⁸ Medium-Term Lending Facility, herramienta utilizada por el PBOC para proporcionar liquidez a los bancos y controlar las tasas de interés a mediano plazo.

⁹ Son un tipo de derivado basado en divisas que permiten utilizar cantidades de una cierta divisa para financiar los cargos designados en otra moneda sin adquirir el riesgo cambiario.

Renta Fija

La situación de la renta fija para los dos trimestres siguientes es más clara de lo que ha sido desde principios de 2022. Los tipos de interés van a seguir bajando y las curvas ganarán aún más pendiente; la sobreponderación de la duración debería dar resultados óptimos a ambos lados del atlántico, aunque la exposición tendrá elevada volatilidad puntual y por ello esperamos operar oportunistamente para capturar alfa.

Los diferenciales de crédito no deberían cambiar materialmente en los próximos meses, aunque hay riesgo de que se amplíen si se sigue deteriorando la actividad económica, no sólo por las apretadas valoraciones actuales, por ejemplo, en high yield o el capital bancario, sino porque como estamos viendo en sectores como el lujo o el automóvil, las perspectivas en algunas industrias no son halagüeñas.

Cuadro 1: Rentabilidad de los activos de renta fija

Renta Fija	Cierre T3	S1 (pb)	T3 (pb)
UST 2YR	3,64%	+50,4	-111,3
UST 10YR	3,78%	+51,7	-61,5
GER 10Y	2,12%	+47,6	-37,5
UK 10Y	4,00%	+63,5	-17,0
JGB 10Y	0,85%	+44,1	-19,6
JGB 30Y	2,08%	+61,6	-16,7
Primas de Riesgo	Cierre T2	T2 (pb)	S1 (pb)
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
10Y USD SWAP			
10Y EUR SWAP			
Índices Renta Fija	Cierre T2	T2 (pb)	S1 (pb)
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 30/09/2024.

En cualquier caso, la demanda por papel de renta fija continúa estando ahí, como se ha visto claramente por las continuas entradas de

fondos y con septiembre siendo un mes de récords históricos en el mercado primario. De hecho, al ritmo actual el 2024 podría superar al 2020, que tiene el récord histórico por volumen de emisiones. Un riesgo para los mercados de crédito es que los diferenciales en las curvas de swaps están extremadamente caros, particularmente cuando se comparan contra los diferenciales investment grade. Una ampliación rápida de los diferenciales de los swaps podría conllevar un proceso de reducción de la demanda en los mercados de crédito, como ya ha ocurrido en el pasado. En cualquier caso, esto no debería afectar demasiado a los rendimientos en un contexto de bajadas de tipos de interés.

En cuanto a la deuda soberana, rebajamos nuestra ponderación en Italia, que ha tenido un comportamiento excepcional en las últimas semanas. En las curvas periféricas, España está bastante más atractiva, a pesar de las dudas sobre el proceso presupuestario y el contexto político. Sin embargo, el diferencial de crecimiento unido a una situación fiscal considerablemente mejor da pie a sobreponderar España, no sólo contra Italia, sino también contra Portugal. El conglomerado de 7 años y la parte larga de la curva es donde vemos más valor respecto a Italia. En las curvas con Tires más bajos, seguimos sobreponderados en Bélgica, Finlandia, bonos de la UE y a los niveles actuales nos gustan algunas agencias, en particular KFW¹⁰. Todavía preferimos estar infraponderados en Francia; los diferenciales actuales no compensan por la complicada situación política, el incierto panorama fiscal y el riesgo de múltiples bajadas de rating en el último trimestre del año.

¹⁰ Kreditanstalt für Wiederaufbau es un banco de desarrollo alemán que financia proyectos de inversión.

Renta Variable:

Cerramos el trimestre con resultados ligeramente positivos en los principales índices bursátiles (S&P 500 +1,3%, Eurostoxx 50 +1,4% y Bloomberg World +2,1% en divisa EUR). Los resultados de las empresas cotizadas en EE. UU. han cumplido las expectativas, con un crecimiento en beneficios superior al 8% liderado por los sectores de tecnología y salud. En Europa hemos visto la cara opuesta de la moneda, con una caída media del 13% en beneficios, explicada primordialmente por el pobre desempeño de los sectores financiero y de materiales. Sin embargo, existen oportunidades puntuales en empresas de alta calidad que han sufrido recientemente un castigo excesivo en su cotización y que empiezan a presentar valoraciones muy interesantes. No obstante, de forma generalizada los datos refuerzan nuestro convencimiento y sobreposicionamiento a favor de las empresas americanas.

Renta Variable	Cierre T3	S1	T3
S&P 500	5762,48	14,48%	5,53%
NASDAQ Comp.	18189,17	18,13%	2,57%
NASDAQ 100	20069,49	16,98%	1,96%
Russel 2000	2229,97	1,02%	8,90%
EuroStoxx 50	5000,45	8,24%	3,12%
NIKKEI	37919,55	18,28%	-4,20%
CSI 300	4017,85	0,89%	16,07%

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/09/2024.

Cabe destacar, que en el sector tecnológico se produjo una caída muy destacada en el segmento de semiconductores a mediados de mes de septiembre que consideramos como una clara oportunidad de compra. A pesar de ello, hay que seguir monitorizando estos movimientos, dado que el incierto panorama económico puede generar grandes movimientos de rotación de cartera, como ya se han producido en un par de ocasiones este año.

Por último, resaltamos el excelente comportamiento de las acciones chinas, que rebotaron más de un 26% en septiembre después del último paquete de medidas económicas, que incluyó medidas por valor de, potencialmente, \$115bn para la compra de acciones por parte de instituciones locales.

Esto, busca poner un suelo a la valoración del mercado, que había caído hasta niveles de mediados del 2018. Aunque existen dudas sobre el impacto a medio plazo del paquete económico para revitalizar la demanda interna, todavía vemos oportunidades muy interesantes con el soporte directo del estado y la existencia de compañías con valoraciones extremadamente atractivas.

Divisas

Cuadro 2: Rentabilidad de las principales divisas

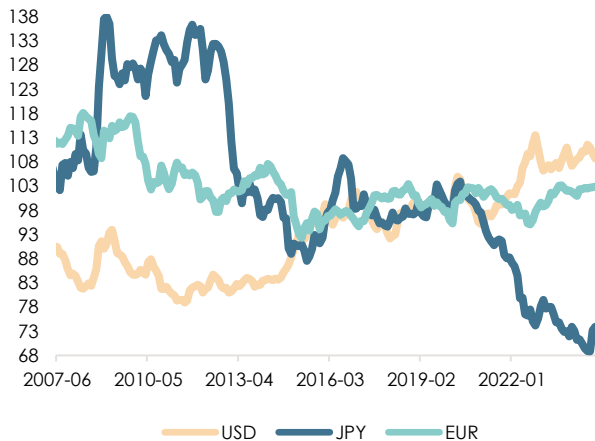
	Cierre T3	S1	T3
EUR	1,1135	-2,95%	3,94%
GBP	1,3375	-0,68%	5,77%
JPY	0,0070	-12,33%	12,00%
KRW	0,0761	-6,42%	4,68%
BRL	0,1835	-13,17%	2,63%
MXN	0,0508	-7,35%	-6,98%

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/09/2024.

El cruce USD/JPY fue el gran protagonista del trimestre. El cambio de rumbo hacia la normalización monetaria del Banco de Japón (Boj) y la consiguiente revalorización del yen fueron acontecimientos dramáticos que obligaron a muchos inversores a reposicionarse con el consiguiente estrés generado en múltiples clases de activos. Desde entonces, el BoJ ha transmitido mensajes relativamente contradictorios, hasta el nuevo primer ministro ha pedido cautela, a pesar de que tanto la inflación como los salarios permanecen relativamente elevados. Aunque creemos que el BoJ va a seguir subiendo tipos de interés progresivamente y probablemente volverá a hacerlo en enero, es demasiado pronto todavía para asumir que es el fin del yen como moneda de apalancamiento. No obstante, está claro que el empinamiento de la curva ha hecho los activos de renta fija a largo plazo japoneses mucho más atractivos para el enorme pool de inversores domésticos. Si estos inversores institucionales deciden repatriar, aunque sólo sea gradualmente, el enorme stock de deuda acumulada en USD y EUR (no creemos que el riesgo sea elevado en renta variable), podrían tener un impacto considerable, sobre todo sobre el tipo de cambio ya extremadamente infravalorado (gráfico 3) después de años de expansión monetaria y control de curva.

De momento, creemos que el yen se va a seguir revalorizando, aunque a un ritmo moderado y probablemente con elevada volatilidad.

Gráfico 3: Evolución de los tipos de cambio reales efectivos (Base=2020)



Fuente: Bloomberg. Datos a 30/09/2024.

En el EUR/USD seguimos relativamente negativos. Ni los diferenciales de crecimiento ni los tipos reales a futuro justifican la revalorización de la moneda europea desde finales de junio. Además, a medida que nos acercamos a las elecciones americanas, la posible victoria de Trump con la consiguiente probable subida de aranceles tiene que empezar a entrar en el radar de los operadores.

En divisas emergentes, hemos pasado a una posición sobreponderada en Real brasileños (BRL). El Banco Central de Brasil ha tenido que subir los tipos de interés para demostrar sus credenciales antiinflacionarias y contrarrestar la baja credibilidad del gobierno en la lucha contra el déficit público. Y el mercado anticipa ya al menos 50 puntos básicos más de subidas en los próximos meses. Creemos que el carry es suficientemente atractivo para tomar una posición moderada en el Real.

La reciente subida del rating soberano por parte de Moody's, que coloca a Brasil justo debajo del grado de inversión, aunque nos parece un poco sorprendente, dadas las dudas sobre el mantenimiento de las reglas de gasto y la complicada senda de expansión de la deuda a medio plazo, pero desde luego da soporte a una posición larga en BRL, al menos hasta final de año. Sin embargo, continuamos muy escépticos con el Peso mexicano (MXN), no nos gusta la reciente reforma judicial, y el continuo tono populista de la nueva presidenta y su partido. Además, el déficit público es demasiado elevado y el crecimiento económico demasiado débil. No nos extrañaría ver rebajas de rating, al menos del outlook en los próximos trimestres.

Materias Primas

Cuadro 4: Rentabilidad de las materias primas

Commodities	Cierre T3	S1	T3
Gold Spot	2634,58	12,79%	13,23%
Copper Spot	9692,01	11,72%	2,50%
Oil WTI Futures	68,51	13,74%	-15,98%
Oil Brent Futures	71,7	12,03%	-15,65%

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/09/2024.

El oro continúa siendo nuestra principal apuesta en commodities. No creemos que las principales variables impulsando el precio del metal dorado, sobre todo los déficits públicos en los países desarrollados y la demanda proveniente de bancos centrales vayan a cambiar a medio plazo. Continuamos prefiriendo el oro a las crypto.

El precio del petróleo va a continuar siendo muy volátil dada la situación geopolítica. Es evidente que un ataque de Israel a las instalaciones petrolíferas o nucleares iraníes supondría una escalada de enorme magnitud que podría poner tanto el Brent como el WTI por encima del umbral de \$90pb, sobre todo si Irán respondiera cerrando el estrecho de Ormuz. La situación de oferta y demanda no es tan halagüeña como era hace un par de meses, pero el riesgo geopolítico seguirá siendo la variable dominante.

Cuadro 5: Distribución de Activos de Anta Asset Management – T4

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 30/09/2024.

Cuadro 6: China. Datos Fiscales de las Administraciones Públicas Consolidadas

CHINA. DATOS FISCALES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS CONSOLIDADAS	2023	2024	2025
Balance presupuestario gobierno central (oficial)			
Ingresos	18,6	18,5	18,2
Ingresos brutos	17,2	16,9	17,1
Ajustes	1,3	1,6	1,1
Gastos	22,5	21,6	21,3
Gasto principal	21,8	21,6	21,2
Ajustes	0,6	0	0
Resultado Fiscal	-3,9	-3,1	-3,1
Saldo: General Presupuestario (definición del fondo)			
Ingresos	26,6	26,3	26,4
Beneficio de la seguridad social	8,9	8,9	8,9
Ingresos de los fondos del Estado	0,5	0,5	0,5
Gastos de la seguridad social	33,7	33,7	34
Gastos de la seguridad social	7,9	8,1	8,8
Gastos del fondo del estado.	0,3	0,2	0,2
Gastos Fondos especiales	4,6	4,6	4,5
de los cuales: gastos netos financiados por la venta de terrenos	0,9	0,8	0,8
Endeudamiento neto (definición del Fondo)	-7	-7,4	-7,6
Saldo: Aumentado (estimaciones del personal de las administraciones)			
Gasto adicional en infraestructuras financiado por SPVs gobiernos locales (LGFVs)	4,2	4,1	3,9
Gasto fondos de reconstrucción (FEC) y los fondos del Gobierno (FGG)	1,8	1,7	1,6
Capacidad/necesidad de financiación totales	-13	-13,2	-13,1
Deuda: Administraciones Públicas			
Deuda presupuestaria general (oficial)	56,3	60,5	63,7
Deuda del Estado	23,9	26,2	28
Deuda explícita de los gobiernos locales/ explicit local government debt.	32,4	34,3	35,7
LGFVs gobiernos locales	47,9	49,6	50,6
Deuda adicional ligada al FEC y los FGD	12,8	13,9	14,6
Deuda total % del PIB	116,9	124	128,9

Fuente: FMI

Cuadro 7: China. Deuda del Sector No Financiero

CHINA. DEUDA DEL SECTOR NO FINANCIERO	2022	2023	2024
Deuda Total	287	302	312
Gobierno central	22	24	26
Gobierno local	29	32	34
SPVs gobiernos locales (LGFVs)	46	48	50
Fondos de gobiernos	11	13	14
Familias	62	64	64
Empresas (excluyendo LGFVs)	117	122	124
de la cual deuda doméstica	112	116	119
y deuda externa	5	5	5
Deuda interna total del sector no financiero	282	297	307
Empresas (incluyendo LGFVs)	163	169	174
Familias	62	64	64
Administraciones Públicas (Definición oficial)	51	56	61
Fondos de gobierno % del PIB	11	13	14

Fuente: FMI.

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.