

Análisis de Mercados

Octubre 2024

Ricardo Gil
Deputy CIO



Durante el trimestre ha iniciado un **nuevo ciclo de bajada de tipos a nivel global**, la velocidad de los recortes y la profundidad serán las nuevas fuentes de volatilidad, pero entre 100pb y 200pb sería lo razonable. Con el inicio del ciclo de bajadas de tipos implícitamente se está dando **más importancia al crecimiento frente a la inflación** tratando que las nuevas políticas monetarias compensen los efectos negativos de menor impulso fiscal (UE) y “fricciones” en comercio internacional (tarifas).

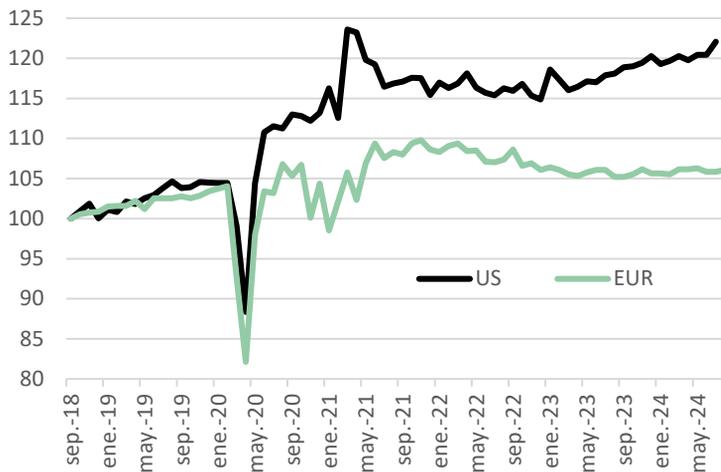
Hasta la fecha los datos de **economía real siguen mostrando crecimientos del 3% a nivel global** impulsada por EE.UU. y China con la Eurozona rezagada por el lastre de manufacturas y una demanda interna de los países “core” (Alemania, Francia) sin muestras de mejora con un inesperado aumento del ahorro en los últimos meses.

Bajadas de tipos (200 pb en EE.UU. y 125pb. en Eurozona) para los próximos 9 meses con **economías que siguen creando empleo** y están cerca de su crecimiento potencial (ex Alemania) son un **buen escenario para los activos de riesgo**. La principal incertidumbre va a seguir siendo la evolución de la inflación (límite hasta dónde pueden bajar los tipos) ya que déficits en máximos y pleno empleo suponen un claro riesgo teniendo en cuenta que la mejora de la inflación este año viene en su mayor parte por la bajada de los precios de energía.

Los dos **factores de riesgo para el crecimiento desde el segundo trimestre, manufacturas y Eurozona** han mantenido la tendencia con pocos signos de cambio en los próximos meses. En la Eurozona la debilidad se centra en Alemania y Francia donde la demanda interna está más débil de lo previsto. Esta debilidad es la que esperamos lleve a bajadas más rápidas del ECB en los próximos meses hasta la zona del 2%.



Ventas al por menor en términos reales (2018 base 100)

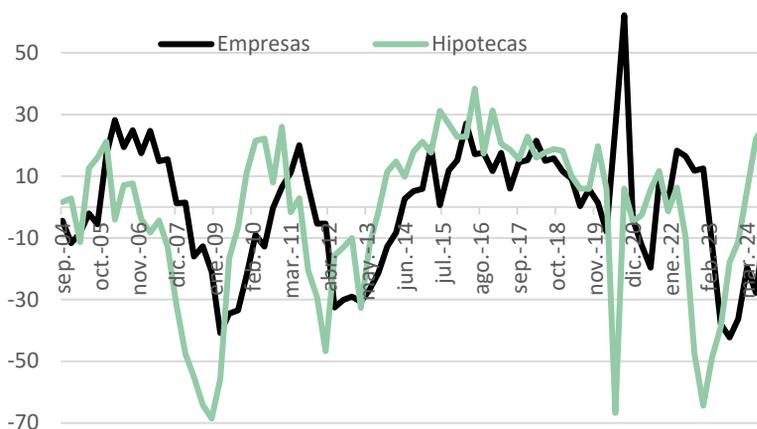


La demanda interna está siendo junto al aumento de la deuda pública el factor diferencial de EE.UU. frente al resto del mundo.

En la Eurozona es la base para el ECB de una mejora de actividad en los próximos trimestres (subida de salarios, menor inflación, más renta disponible). Mientras se mantenga la creación de empleo este escenario es el más probable pero el aumento reciente de las tasas de ahorro llevará a revisar nuevamente a la baja el crecimiento.



Índice ECB expectativas de crecimiento del crédito UE



Uno de los problemas de crecimiento este año en especial de la UE ha sido la falta de inversión empresarial y escaso crecimiento del crédito.

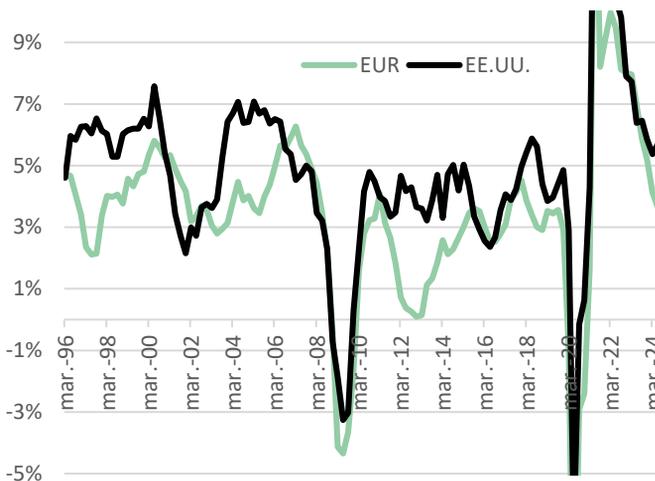
Con los tipos a la baja y crecimientos nominales entre el 4% y el 6% a nivel global, los bancos se muestran muy optimistas con el crecimiento del crédito para los próximos trimestres. **La vuelta de un ciclo del crédito es otra razón para no ver problemas macro en los próximos trimestres.**

El escenario de **crecimiento nominal** para los próximos trimestres sigue estando en la **media de las últimas décadas**, liquidez abundante y condiciones financieras laxas (diferenciales de crédito en mínimos, tipos reales ligeramente positivos) esperamos se mantenga en los próximos meses.

El evento de las **elecciones en EE.UU. provocará volatilidad**, pero mientras ninguno de los dos candidatos gane las dos cámaras (las encuestas es lo que están diciendo) no debería durar mucho. En cualquier caso, no será **hasta la segunda mitad del próximo año cuando se empiecen a notar los efectos reales** de las nuevas políticas económicas. Las tarifas (60% a bienes chinos y 10% a resto del mundo) son la principal correa de transmisión a la economía global por el riesgo de represalias lo que conllevaría a un menor crecimiento a nivel global especialmente de la Eurozona. Dicho esto, la excepcionalidad del crecimiento en EE.UU. este año viene de déficits del 6% con creación de empleo en máximos, esto no se espera que cambie drásticamente y ese es el **principal riesgo que vemos de cara a la asignación de activos**, repunte de los **tipos largos en EE.UU.** en los próximos 6 meses con efecto para el USD (apreciándose) y limitando las bajadas de tipos a nivel global (especialmente en emergentes) por la volatilidad en las divisas locales.

“ **“La liquidez es la que mueve los mercados”**
Stanley Druckenmiller, Fundador y CIO Duquesne Capital ”

Crecimiento Nominal PIB



Los crecimientos nominales siguen a niveles por encima de la media de las últimas décadas.

Mientras los crecimientos nominales estén por encima del 2,5% no hay que esperar un ajuste de la economía.

La pérdida de “momentum” macro debería estabilizarse en los próximos meses, pero seguirá siendo más débil de el que asumía el ECB en Septiembre. Esto les llevará a bajar los tipos hasta el nivel de equilibrio (en torno al 2%) en Junio como descuenta el mercado.

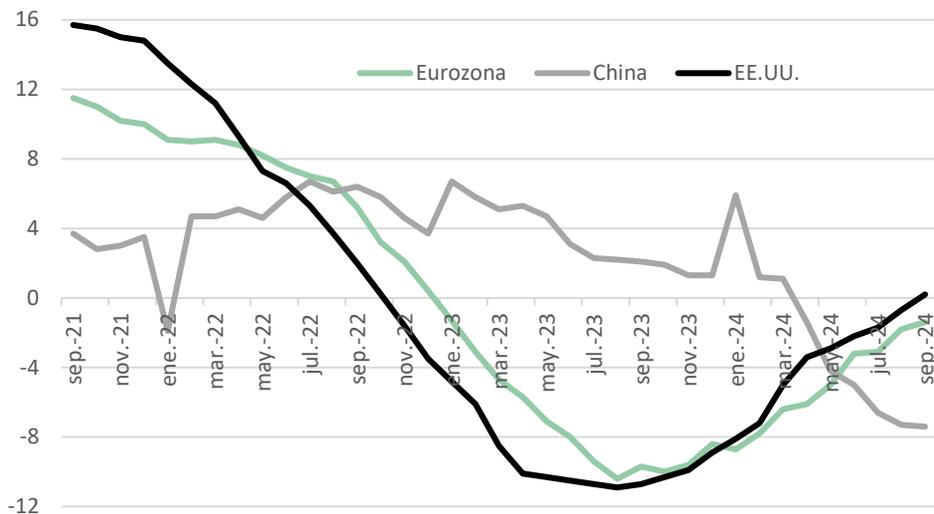
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

A pesar del evento de volatilidad del próximo mes creemos que los **crecimientos van a seguir siendo positivos**, las **medidas de estímulo en China** desde Septiembre han estado orientadas a disminuir el riesgo de un ajuste más serio (ayudas al capital de los bancos, apoyo a los mercados de renta variable con créditos para recompras de acciones, facilidades en créditos inmobiliarios) a falta del mega estímulo fiscal como el que dieron en 2015, por lo menos evitan mayor deterioro. La Eurozona suele reflejar los vaivenes de la economía China con 2 trimestres de cadencia con lo que podemos esperar estabilización en la Eurozona para la primera mitad del próximo año.

Las **valoraciones en renta variable y los diferenciales ajustados** (ya en los percentiles más altos) en el crédito hacen que **cualquier desviación del escenario óptimo puede provocar ajustes**. Los momentos de peor comportamiento de los activos de riesgo históricamente son en recesión, cuando las pendientes de las curvas de tipos repuntan por subidas de tipos cortos o con inflaciones altas y aumentando. No vemos ninguno de esos escenarios en los próximos trimestres sino más bien, inicio de un **nuevo ciclo de expansión del crédito** (empresas y familias) y bancos centrales bajando tipos deberían impulsar más liquidez que ya es abundante en el sistema que busque alternativas de inversión



Variación interanual M1 (activos más líquidos)



Fuente: Bloomberg, Elaboración propia.

A nivel de asignación de activos las valoraciones son bastante exigentes por lo avanzado del ciclo (subidas desde Octubre de 2022) por ello preferimos seguir siendo **cautos en renta variable** donde evitaríamos los sectores que mejor lo han estado haciendo en los últimos trimestres yendo hacia aquellos que tienen un corte más defensivo (telecos, servicios salud y comercio al por menor defensivo).

En **renta fija** todavía esperamos ver reducciones de diferenciales, pero gran parte ya se ha producido por lo que preferimos todo aquello que nos ofrezca cupones interesantes en **plazos más bien cortos (hasta 3 años)**. La reducción en la duración de las carteras la vemos por el riesgo que siga manteniéndose la prodigalidad de los gobiernos (especialmente en EE.UU.) y los riesgos de inflación ya que la mayor parte de la mejora ha venido del lado de los precios de energía. El efecto comparativo deja de ser favorable desde finales de este año y si no prevemos un deterioro de la creación de empleo podemos ver sorpresas algunos meses.

Posicionamiento de las carteras

Tipo de activo	Mes anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	+	=	+
Gobiernos	+	=	+
Investment Grade	+	=	+
Crédito Emergentes	+	-	=
High Yield	=	=	=
Renta Variable	-	=	=/-
Europa	-	=	-
Estados Unidos	+	=	+
Emergentes	+	=	+
Divisas			
Dólar	+	=	+
Euro	-	=	-
Materias Primas	Neutral	=	Neutral

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo (+). Inflaciones bajando hasta el segundo trimestre del próximo año con pérdida de impulso macro, seguirá dando margen a bajadas de tipos. El mercado descuenta 100pb en los principales mercados. Esto es el principal atractivo para la renta fija en los próximos meses. • Gobiernos: + Positivo. El repunte de las curvas en el tercer trimestre es el principio de una normalización de la curva (tipos a largo > tipos a corto). Todavía queda movimiento, en la Eurozona hasta los 150pb. (media de otros ciclos). Para considerar atractiva la duración tendremos que ver tipos de intervención mucho más bajos (1,5% en la UE) por eso preferimos tramos 3/5 como mucho. • Corporativos: + Positivo. Aunque los diferenciales se han ido muy cerca de mínimos de ciclo, no vemos riesgo macro en los próximos trimestres y el dinero en busca de oportunidades es superior a las necesidades de capital de las empresas. La rentabilidad viene por el "carry" más que por el estrechamiento extra (20pb. Máximo) que puedan tener. Mejor cortos plazos. • Crédito países emergentes: = Neutral. En general el argumento es el mismo que para el crédito corporativo, carry por el diferencial que pagan frente a gobiernos.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Positivo (=/+). Aunque el ciclo económico esté dando síntomas de agotamiento (producciones industriales estancadas, PIB real sin crecimiento ex China y EE.UU.), los estímulos para impulsar el ciclo de crédito (la inversión empresarial privada está en mínimos) con las bajadas de tipos pueden a largar esta fase crecimiento bajo pero estable durante varios trimestres dejando un entorno positivo para la renta variable. • Europa: - Negativo. La debilidad macro en manufacturas está empezando a trasladarse a estancamiento en consumo (Alemania, Francia). Vemos problemas en los crecimientos de beneficios (márgenes) pero no en la caja generación de caja por lo que esperamos peor comportamiento que otros mercados. • Estados Unidos: + (Positivo). Rotación en los impulsores de los índices, pero seguirá siendo el mejor índice (con volatilidad) • Países Emergentes: = Neutral. Bajamos a neutral, China mejor activo.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral. Las materias primas de energía siguen estancadas por menor demanda, no esperamos que cambie el escenario. Metales preciosos como "cobertura" de bancos centrales recortando mucho más rápido que el mercado e inyecciones de liquidez de Tesoros.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: +Positivo. Los diferenciales de tipos en los plazos explican la mayor parte de los movimientos del USD. Esperamos repunte de los tipos largos en EE.UU. que soporte la valoración.

- Bolsa global
- Bancos, bienes de consumo
- Crédito en plazos cortos



- Bonos plazo largo
- Bolsa Europea

Para concluir:

- Desde el año pasado se ha mostrado que la **Eurozona depende más de China que al revés**, esto es un lastre importante teniendo en cuenta los riesgos que se abren con un nueva Administración en EE.UU. donde las tarifas al resto del mundo son el eje vertebrador de la nueva política económica. La situación de la **Eurozona** por tanto es más endeble que la del resto del mundo ya que está **expuesta a variables que no puede controlar**. Esto justifica el descuento con el que tienen que cotizar frente a otros mercados.
- Esperamos **mejora de demanda interna impulsadas por creación de empleo y renta disponible, mejora de la inversión empresarial, diferenciales de crédito en mínimos y los principales bancos centrales bajando al menos 100 pb en los próximos 6 meses**. Todos estos impulsos serían insuficientes si los gobiernos iniciasen políticas fiscales de austeridad para frenar el endeudamiento y los déficits, claramente ese no es el caso. Es por esto que los **riesgos de inflación** van a determinar la profundidad y la velocidad de las bajadas de tipos y reducen el atractivo de los plazos más largos de renta fija.

A vintage globe is the central focus, showing a map of Africa and the Middle East. A hand is visible on the left, pointing towards the continent of Africa. The globe is set against a dark, blurred background that appears to be the interior of a ship or a museum. Overlaid on the center of the globe is a large, bold, black '3A' symbol.

3A

Este documento no es un Recomendamos que 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 si o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIC: <https://tream.com/>