

//ABANCA



House View

Julio 2024

Signatory of:



abanca.com 

Este documento es informativo, sin que tenga la consideración de análisis financiero independiente ni recomendación personalizada de compra, venta o adopción de una estrategia de inversión específica. Ver el Aviso Legal al final de este documento.

Resumen

Si tuviésemos que resumir la primera mitad del año, podríamos decir que expectativas y realidad han ido convergiendo hasta alcanzar un punto cercano al equilibrio de cara al segundo semestre. El escenario macroeconómico es razonable, con un crecimiento esperado a nivel global del 3% para este 2024 y unos precios que continuarán su tendencia desinflacionista en la segunda mitad del año. En balance, un escenario macroeconómico constructivo, donde los riesgos sistémicos parecen equilibrados.

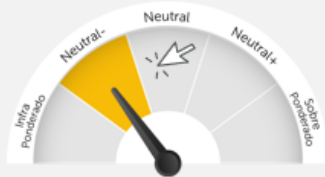
No obstante, creemos que el segundo semestre estará marcado por la volatilidad en los mercados, especialmente a medida que nos acerquemos a las elecciones presidenciales en Estados Unidos. La tendencia secular de polarización de la que llevamos tiempo hablando cobrará aún más protagonismo, tanto en campaña electoral como en los meses posteriores, especialmente en caso de una victoria de Donald Trump donde esperamos que la retórica proteccionista se incremente. Las implicaciones en política monetaria, política fiscal y comercio mundial tendrán importantes efectos sobre el ciclo global.

Respecto a la asignación de activos, creemos que nuestro escenario central de crecimiento económico moderado e inflación contenida debería ser favorable para los activos de renta fija, especialmente determinados sectores que ofrecen primas de riesgo atractivas y un buen equilibrio entre retorno y riesgo asumido. No debemos olvidar que el factor determinante de la rentabilidad futura en renta fija es el tipo de interés de compra. Esto se hace más cierto a medida que se incrementa la calidad del activo, de ahí nuestra vocación en el crédito corporativo de alta calidad donde encontramos tipos de interés atractivos en el entorno del 3,8% con una mayor certidumbre sobre los retornos. Como ya hemos repetido en anteriores ocasiones, el tiempo juega a nuestro favor en el actual mercado de renta fija, recompensando la paciencia de los inversores en el corto plazo, que sufren los cambios de sentimiento como los que hemos visto en los primeros seis meses del año, si bien el punto de llegada termina finalmente aproximándose a dicho tipo de interés de compra.

En el apartado de renta variable se mantiene la tendencia de los últimos meses de fuerte concentración en el mercado, si bien en las últimas jornadas comenzamos a ver señales de reversión, si bien es todavía prematuro hablar de un cambio de tendencia. En este sentido, nuestra aproximación poco ha cambiado a pesar de que el mercado continúa desafiando nuevos máximos. Seguimos viendo escasas razones para posicionarnos de manera agresiva en el activo dados los números implícitos en estas valoraciones, donde creemos que los grandes índices, especialmente en Estados Unidos, tendrán una rentabilidad por debajo de la media del mercado en los próximos 10 años. A pesar de esto, creemos que existen interesantes oportunidades en las bolsas globales más allá de los grandes nombres, como pueden ser las pequeñas compañías o la renta variable emergente.

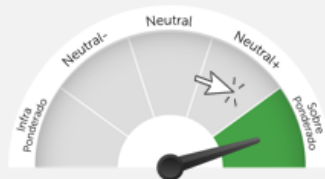
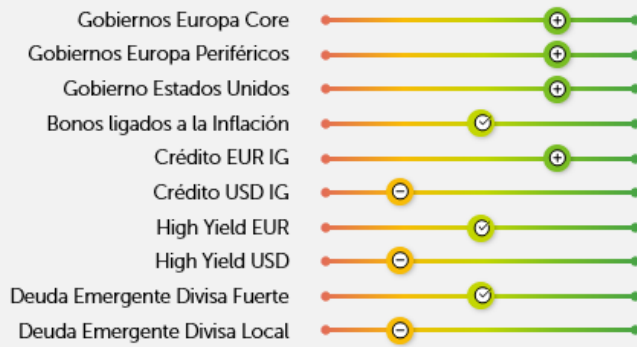
Julio 2024

Distribución de Activos

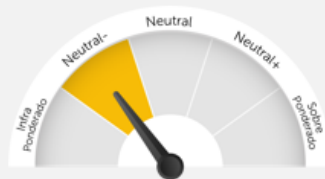
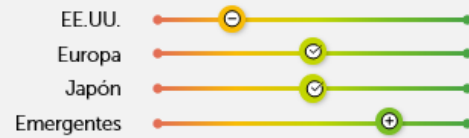


LIQUIDEZ

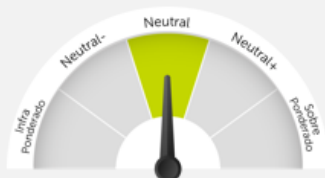
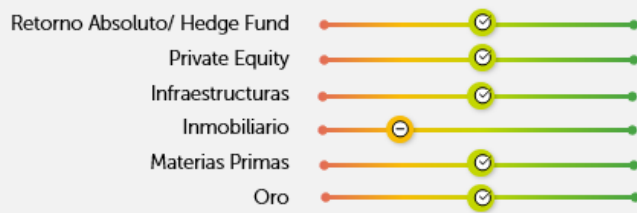
RENTA FIJA



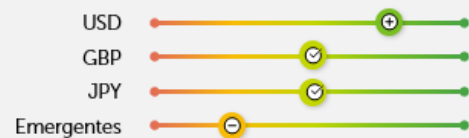
RENTA VARIABLE



ALTERNATIVOS



DIVISAS



Nuestros escenarios

NEGATIVO 15%

Recesión global

- › Escalada de conflictos geopolíticos con 'shock' de materias primas.
- › Deterioro del crecimiento económico global.
- › "Accidente financiero" provocado por un entorno prolongado de tipos altos.
- › Temores sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas en EEUU y Europa llevan a un recorte del gasto público.
- › Mayor proteccionismo y nueva Guerra Comercial.
- › Crisis económica y financiera en China se contagia al resto del mundo.

CENTRAL 70%

Crecimiento moderado, inflación controlada

- › Crecimiento moderado en EEUU en línea con el potencial a largo plazo (c.+1,7%).
- › Crecimiento anémico en Europa (+0,7%) con fuertes divergencias entre Alemania (+0,2%) y España (+2,3%).
- › Estabilización en China y crecimiento en línea con el objetivo (+4,9%).
- › BCE continúa el proceso de bajadas, acompañado por las primeras bajadas de la Fed.
- › Políticas fiscales sin grandes cambios en EEUU y Europa.

POSITIVO 15%

Reflación: fuerte crecimiento con inflación persistente

- › Desescalada de los conflictos geopolíticos.
- › Fuerte crecimiento en EEUU (+2,3%) apoyado por el consumo y gasto fiscal.
- › Reaceleración del crecimiento en Europa apoyado por el crecimiento de salarios reales y consumo.
- › Sorpresa positiva de la economía china gracias a nuevos estímulos monetarios y fiscales, crecimiento >5%.
- › Nuevas medidas de estímulo fiscal añaden nueva presión de demanda en EEUU y Europa.

Implicaciones para la distribución de activos

NEGATIVO

- **Renta Variable:** negativo para el activo en agregado. Búsqueda de calidad, bajo apalancamiento y negocios estables/defensivos.
- **Renta Fija:** búsqueda de calidad y liquidez. Bonos de gobiernos 'core' como activo refugio. Monetario para aprovechar oportunidades en activos tensionados.
- **Divisas:** divisas refugio como USD, JPY y CHF.
- **Alternativos:** alternativos líquidos como herramienta de diversificación. Positivo para materias primas por el *shock* de inflación y para el oro por la recesión/estrés financiero. Estrategias oportunísticas/ deuda con dificultades en mercados privados.

CENTRAL

- **Renta Variable:** cautela sobre el activo en términos globales por las elevadas valoraciones. Búsqueda de oportunidades en segmentos de calidad que se han quedado rezagados vs concentración en grandes compañías.
- **Renta Fija:** posición equilibrada en duración y calidad crediticia. Preferencia por la RF corto plazo (1-3 años) vs monetario. Convicción en crédito EUR de alta calidad. Búsqueda de cupón en crédito de bajada calidad EUR 1-3 y deuda emergente.
- **Divisas:** USD como diversificador en carteras.
- **Alternativos:** estrategias de secundarios y co-inversiones como fuente de crecimiento del capital.

POSITIVO

- **Renta Variable:** segmentos con mayor sensibilidad al ciclo y valoraciones castigadas como pequeñas compañías y Asia.
- **Renta Fija:** segmentos de menor calidad crediticia como crédito EUR de baja calidad y deuda emergente para capturar niveles de tipos elevados y baja tasa de impagos. Crédito EUR de alta calidad estrechando de nuevo por debajo de su media histórica.
- **Divisas:** divisas cíclicas como emergentes y G10 ligadas a materias primas.
- **Alternativos:** las bajadas de tipos preventivas apoyan los segmentos más apalancados como inmobiliario e infraestructura.

Economía

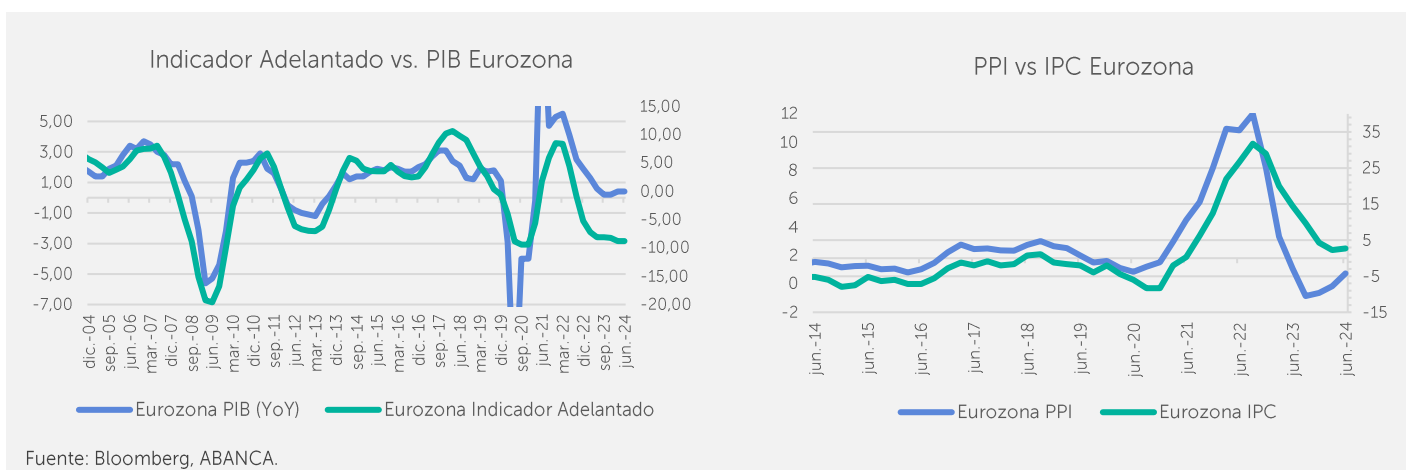
Europa

En la Eurozona continúan los datos tibios de actividad que apuntan a crecimientos anémicos para el año, sin señales de ralentización ni tampoco de reacceleración. Se confirma ese suelo en los datos que frena la tendencia negativa que seguían hasta principios de año y no observamos grandes riesgos macroeconómicos más allá de la incertidumbre política en Francia y las dudas sobre la sostenibilidad fiscal a medio plazo. Los PMI (índice de gestores de compras) de manufacturas muestran aún debilidad en Alemania, Francia e Italia donde los crecimientos vienen más apoyados por la parte de servicios. España y Portugal siguen siendo los países con mejor comportamiento y pronóstico para el 2024.

Por la parte de inflación vemos que continúa la tendencia desinflacionista en los principales países, donde esperamos una tendencia positiva de cara a los próximos meses. No observamos presiones inflacionistas en el pipeline de actividad (Precios del Productor- PPI), si bien estaremos atentos a las revisiones salariales, con crecimientos del 4,2% en la Eurozona (recogiendo las subidas de precios previas). Con todo, creemos que la inflación en Europa cerrará cercana al objetivo del BCE, en el 2,4%.

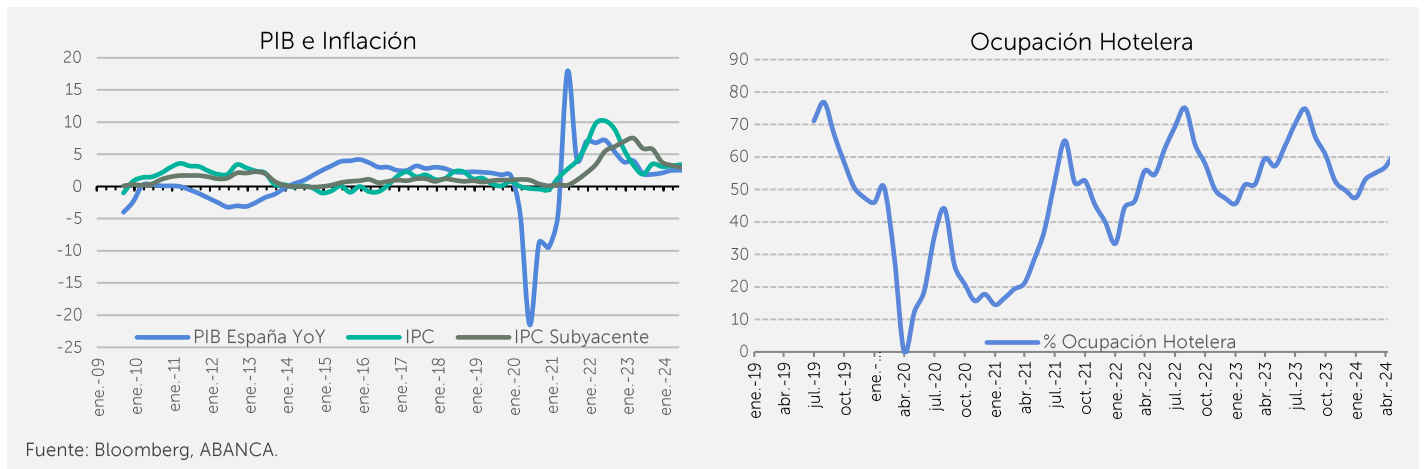
En política monetaria comenzaba ya el proceso de bajada de tipos, con el primer recorte del 0,25% que debería de actuar como motor para que la economía comience a reactivarse. Vemos además todavía margen para que el BCE continúe con bajadas de tipos a lo largo del año, con apoyo de los débiles datos de actividad, así como una inflación que se dirige claramente al 2% de objetivo establecido. La principal incertidumbre viene de la gestión del diferencial con EEUU, donde no esperamos una fuerte divergencia.

Además, el foco de los inversores las últimas semanas ha estado muy centrado en la situación política en Francia, donde la incertidumbre acerca del entorno político y la política fiscal crean desconfianza sobre los niveles de deuda de la Eurozona y sus objetivos. La situación política en Francia parece haber destapado un problema de deuda en el país que ya existía, unido a un elevado nivel de déficit. Llevamos tiempo hablando en estas líneas de la insostenibilidad de la deuda pública en determinados países de la Eurozona, y estos episodios deberían llevar a medidas de ajuste en el futuro.



España

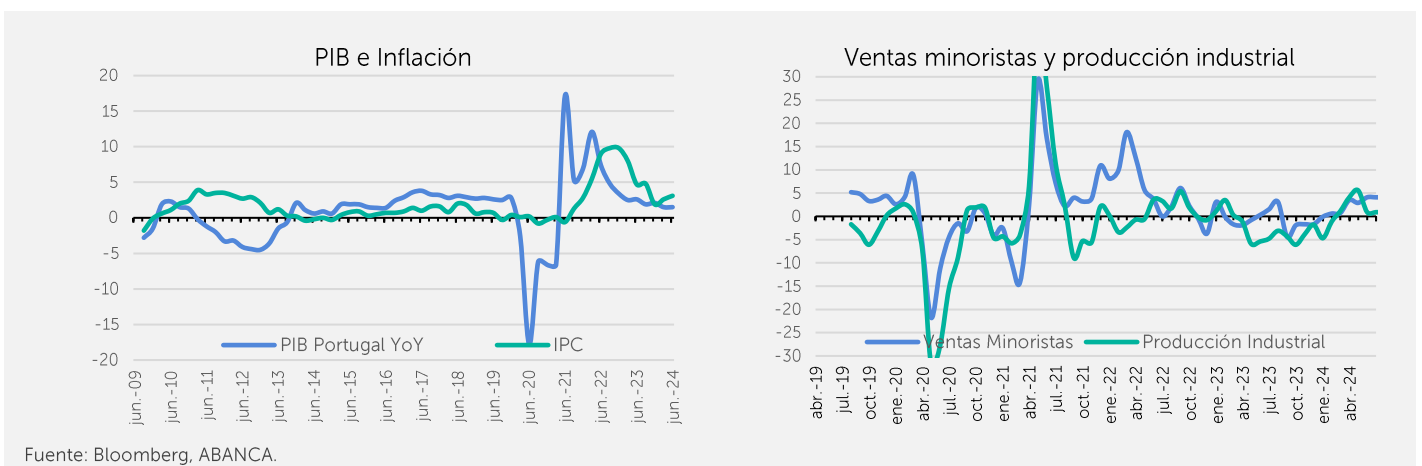
En España continúan los datos económicos positivos, con un crecimiento en el país para el primer trimestre del 2,5%. Los PMIs son sólidos también, con datos de manufacturas y servicios apuntando claramente a niveles de expansión económica. El comportamiento trimestral es muy positivo, lo que se traduce en una nueva revisión al alza del crecimiento que esperamos para el año, que se posiciona ya en el 2,2%. Este crecimiento en la economía explica en gran parte que se trate de uno de los países con niveles de inflación más elevados de la Eurozona, con el último dato reportado del 3,4%; si bien esperamos que esta situación se reconduzca de cara a los próximos meses, en los que deberíamos ver tasas de inflación en el entorno del 2,7%.



Portugal

En Portugal los datos de producción industrial se mantienen en niveles muy positivos. Este crecimiento en la parte manufacturera se ve apoyada por el consumo, con ventas minoristas que crecen también de manera sostenida. Esperamos un crecimiento en el país del 1,7% en el año, posicionándose entre los países con mejor comportamiento de la Eurozona.

El repunte en precios que veíamos en el mes de mayo se ha visto reducido en el mes de junio, mejorando del 3,1% al 2,8%, aunque por la parte de Índice de precios de Productor continúa la tendencia al alza que podría ejercer cierta presión en el proceso desinflacionista que esperamos en la segunda mitad del año, para cerrar 2024 con una tasa del 2,7%.



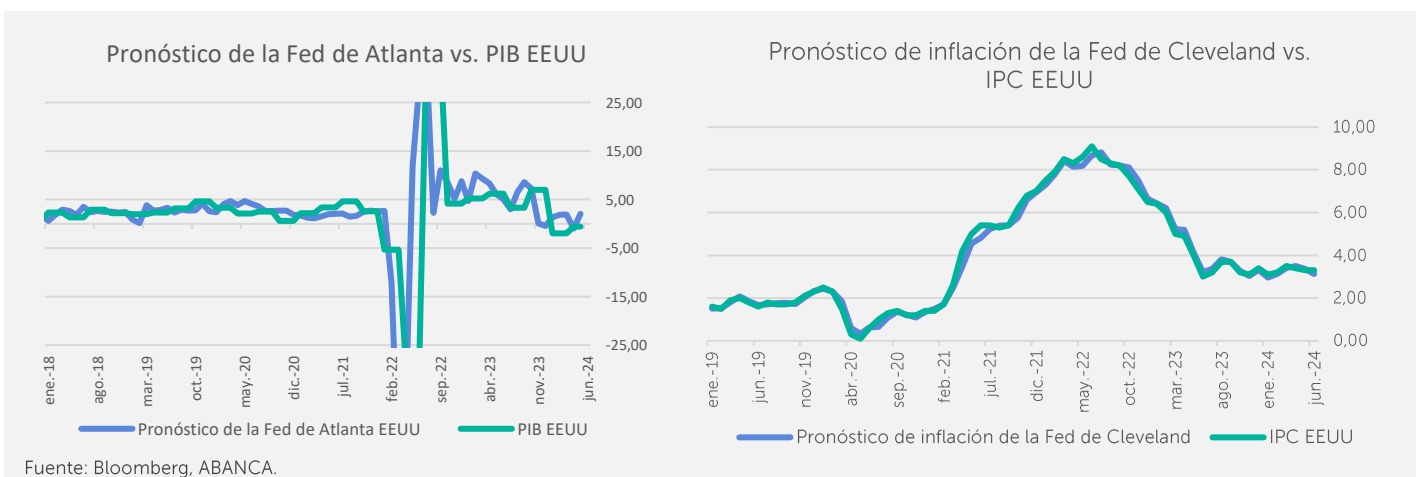
Estados Unidos

En Estados Unidos comenzamos a ver cierta moderación en los datos de actividad tras el fuerte arranque del año, en un escenario que entendemos razonable dada la trayectoria de subida de tipos de interés y agotamiento del ahorro acumulado post-pandemia. Esta moderación la observamos también en los indicadores en tiempo real, que apuntan a crecimientos del 1,6% para el año, en línea con el potencial a largo plazo de la economía.

Por la parte de mercado laboral, salía la encuesta JOLTS mostrando todavía resiliencia en el empleo, derivada de la falta de mano de obra, con la tasa de vacantes en el 4,9% en comparación al 4,8% del mes anterior. Esperamos una reducción progresiva de la tasa de vacantes en los próximos meses que nos lleve a una moderación en la creación de empleo. La tasa de desempleo continuará su tendencia al alza, situando su punto de equilibrio en estos momentos en niveles cercanos al 5% frente al 4,1% actual.

Por la parte de inflación comenzamos a ver bajada en los precios, con el último dato reportado de IPC que caía de manera contundente del 3,3% al 3,0% para el mes de junio, confirmando la relajación a la que apuntaban los componentes de precios del ISM, así como el indicador PCE, de referencia para la Fed y su toma de decisiones, que bajaba al 2,5%. El componente que más favorecía la bajada era el de inmobiliario, con el *Owners Equivalent Rent* (renta equivalente que pagaría el propietario de una vivienda por estar en alquiler) cayendo de manera visible por primera vez, tras haberse mantenido sin prácticamente variación los últimos meses.

En cuanto a política monetaria, las declaraciones de Powell en el congreso a inicios del mes de julio tomaban un tono bastante equilibrado, haciendo referencia a el foco que tiene la Fed puesto en el aumento en la tasa de desempleo, así como una toma de decisiones que será data dependiente. Precisamente los últimos datos, que reflejan una bajada en los precios, así como cierto enfriamiento en los indicadores de actividad, apoyarían la bajada de tipos. Esperamos la primera bajada en septiembre, con una adicional en diciembre como escenario base. Una confirmación del proceso desinflacionista por debajo del 3% cambiaría el foco de atención de la Fed hacia el mercado laboral.

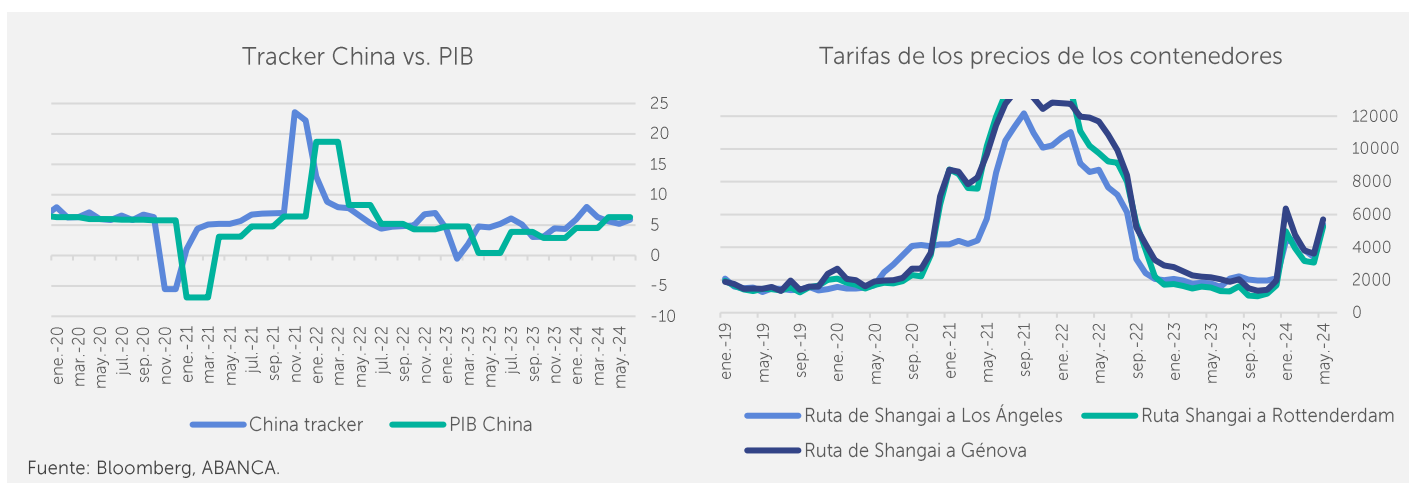


Emergentes

En China vemos cierto enfriamiento en los indicadores de actividad de los sectores más tradicionales como el inmobiliario, que continúa con su particular travesía en el desierto. La parte de Nueva economía (formada por sectores como la exportación de vehículos o la energía limpia), por otro lado, muestra un crecimiento sólido y una tendencia claramente al alza. Sin embargo, estos sectores tan impulsados por el gobierno los últimos años, no están todavía lo suficientemente desarrollados para que impacten de manera visible a nivel general en el crecimiento del país, por lo que vemos necesarias medidas de estímulo adicionales.

El Banco Central de China se ha propuesto este año aplicar una política monetaria más estable y reforzar la economía, comenzando a realizar ciertos estímulos en los tipos de interés, coeficientes de reservas y préstamos, unidos a un plan de reactivación del mercado inmobiliario con compra de casas sin vender intentando solucionar el problema que existe de exceso de inventarios. Sin embargo, no vemos todavía que los estímulos se hayan filtrado de manera notable a la economía y tampoco que se haya recuperado la confianza de ciudadanos e inversores. Parece que serán necesarios más y contundentes estímulos para que el sentimiento negativo de los inversores, así como la demanda interna den un giro apreciable.

En cuanto a indicadores globales, vemos un claro repunte en los precios de los contenedores, los cuales suelen tener en los meses de julio, agosto y septiembre una subida en precios derivada de la temporada alta por ser época de estocaje de los negocios para la temporada de Navidad. Sin embargo, este repunte, además de producirse antes de lo habitual puede estar provocado por la falta de tránsito en el Canal de Suez, donde los tiempos se han ampliado y por tanto existe menor número de viajes por parte de los barcos, que trae consigo fuertes subidas en los precios del contenedor. No vemos por el momento presiones inflacionistas derivadas de este repunte en los precios, sin embargo, habrá que prestar atención los próximos meses por si esta subida afecta al de los bienes y servicios que transporta.



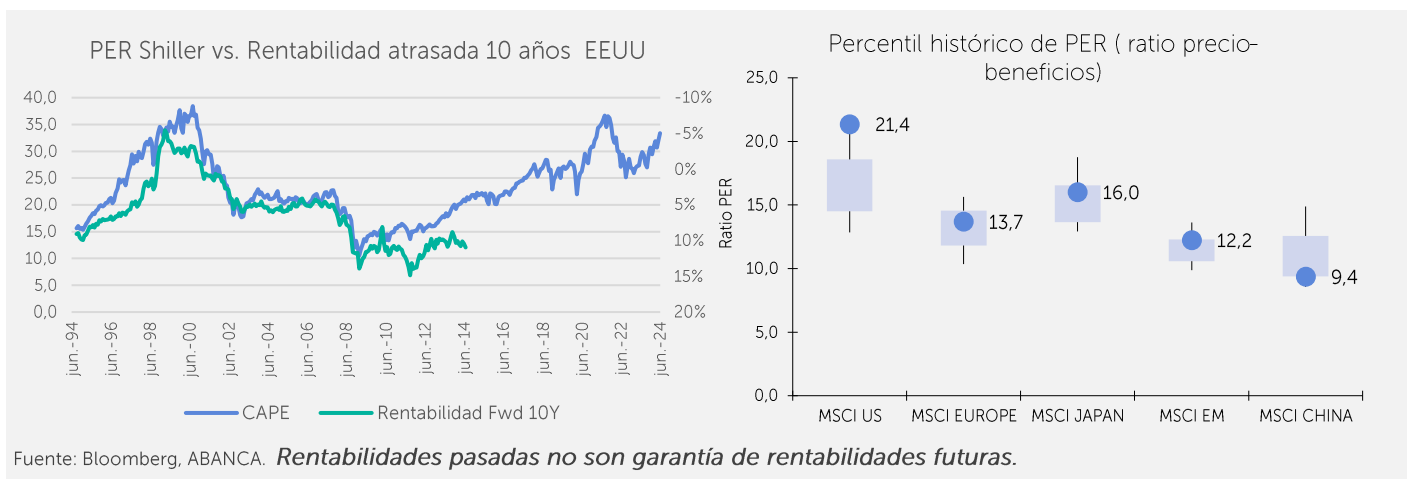
Distribución de activos

Renta Variable

Concentración es sin duda el resumen del primer semestre del año en las bolsas, con el índice global ponderado por capitalización subiendo un +11,7% en el año frente al +2,7% del índice equponderado. Mantener la convicción sobre nuestro Neutral- en un contexto como este no resulta sencillo. La presión por capitular ante el actual mercado es alta, pero las perspectivas futuras sobre el activo, entendiendo como tal los principales índices globales; siguen siendo pobres. Aun manteniéndose los elevados múltiplos actuales (percentil histórico 86 en EEUU), el crecimiento de las ventas y los márgenes de beneficios tendrían que alcanzar niveles no alcanzados en los últimos 100 años para conseguir una rentabilidad anualizada de doble dígito. Dada la escasa probabilidad que damos a esta opción (incluso en un contexto de mejora de productividad por la IA) y el elevado optimismo de los inversores respecto a la rentabilidad futura del activo, creemos que los índices globales, y especialmente en EEUU, presentan uno de los niveles de riesgo más altos de las últimas décadas.

A pesar de esto, creemos que el papel de la renta variable en las carteras es fundamental como fuente de crecimiento y rentabilidad a largo plazo, lo que nos obliga a buscar oportunidades en empresas que no llaman la atención del consenso de inversores, por estar fuera de este concentrado grupo de compañías tecnológicas. Entre ellas destacamos empresas que se caracterizan por ser de alta calidad, con generación recurrente de caja y pago de dividendos que tienen valoración atractiva derivada precisamente de esa concentración del mercado.

También encontramos oportunidades derivadas de valoraciones atractivas, en activos penalizados por el mercado como puede ser el caso de las pequeñas compañías europeas que tienen un gran diferencial con las de gran capitalización y además pensamos que se verán beneficiadas por un entorno de bajada de tipos como es el actual. Dentro de este grupo encontramos también oportunidad en China, donde el sentimiento inversor sigue siendo negativo y observamos múltiplos de valoración atractivos. Si bien es cierto que la geografía está atravesando problemas todavía en el sector inmobiliario, gran parte de ello está recogido en el precio al que cotizan indistintamente gran parte de las compañías chinas.



Renta Fija

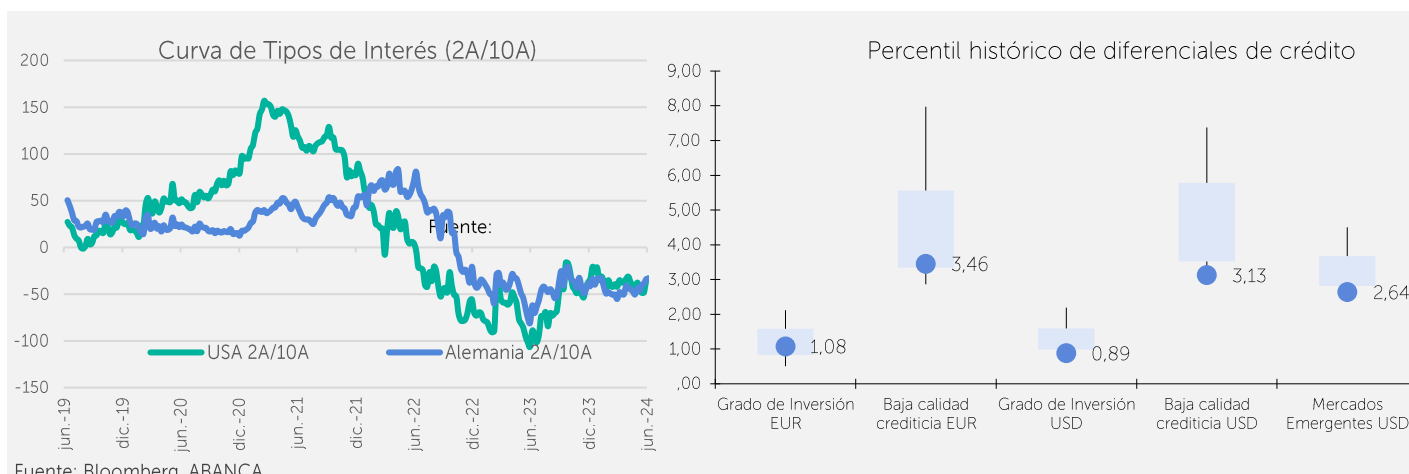
Continuamos en un entorno de tipos de interés atractivos para los activos de renta fija. A medida que avance el entorno de bajada de tipos por parte de los Bancos Centrales será esencial la gestión activa para la construcción de duración de las carteras, puesto que un factor importante es la expectativa de mercado que se recogen en los movimientos de las curvas. Favorecemos por ello para la construcción de la duración la curva europea, donde ha comenzado ya el proceso de recorte de tipos por parte del BCE, frente a la Fed que podría proceder con un ritmo más lento.

En este entorno de tipos, subimos el posicionamiento en renta fija hasta sobreponderar, especialmente atractivo en los tramos cortos (1-3 años) frente a la liquidez que bajamos a Neutral- por una perspectiva de rendimientos decrecientes y coste de oportunidad.

Por la parte de gobiernos, nos posicionamos en Neutral+, tanto en EEUU como en Europa, favoreciendo sobre todo la parte corta de la curva, dado que los tipos ofrecidos son atractivos y el nivel de duración tiene menor impacto en la rentabilidad obtenida en el activo si este se mantiene a vencimiento.

Por la parte de crédito, sin embargo, seguimos prestando atención a los diferenciales que pueden afectar a la rentabilidad de la inversión, siendo importante no solo el yield sino lo que el activo retribuye al inversor por el riesgo asumido. Hemos observado cierta ampliación en los diferenciales las últimas semanas. La mejor relación rentabilidad- riesgo sigue estando en los activos de alta calidad europeos, que ofrecen diferenciales por encima de la media histórica. En Estados Unidos, sin embargo, todavía diferenciales estrechos (cerca de percentil 25) tanto en los activos de alta calidad como en los de baja calidad crediticia.

Es esencial compensar la construcción de duración con la búsqueda de *carry* (cupón) para las carteras, asegurando tipos altos para los próximos meses, pero habrá que ser muy selectivos con los emisores y el riesgo de crédito que se desea asumir. Para incorporar esa palanca en las carteras, favorecemos el cr europeo con calidad BB y tramos cortos, por su menor sensibilidad a posibles movimientos en los tipos de interés. Otra oportunidad para esa búsqueda de cupones es a través de crédito emergente en divisa dura con la misma calidad crediticia y tramos de vencimiento.



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Divisas

Mantenemos posicionamiento de Neutral+ en USD, con precio objetivo 1,06 y resistencia en 1,09. Continuamos con un posicionamiento a favor de la divisa de manera estructural como diversificador de carteras, unido a un escenario favorable como el actual en el que el BCE baja tipos antes que la Fed y la divisa se ve beneficiada.

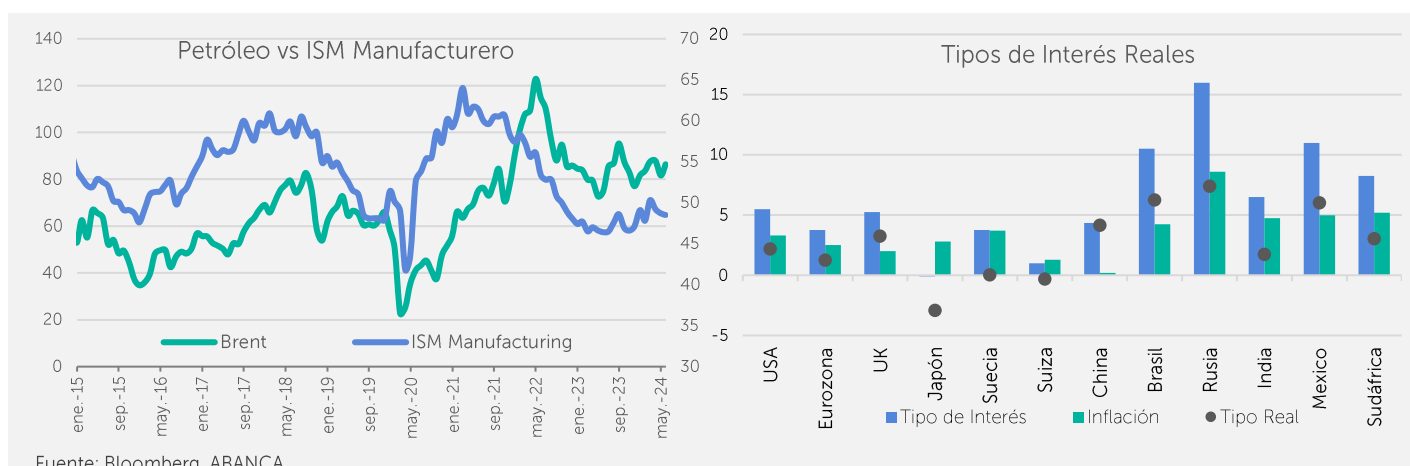
En cuanto al JPY mantenemos el posicionamiento Neutral. La divisa ha alcanzado de nuevo mínimos en niveles por encima de 161. Continuamos viendo un entorno de volatilidad y caídas en la divisa derivadas de las operaciones de *carry trade* (tomar prestado en JPY por ser una divisa infravalorada para realizar inversiones en otros mercados con rentabilidades más elevadas como en Estados Unidos), que vemos difícil que cambie hasta que el Banco Central no decida tomar medidas que favorezcan la estabilización de la moneda.

Alternativos

Mantenemos un posicionamiento Neutral en activos alternativos. Continuamos viendo esencial el papel de la gestión activa en los mercados privados que asegure una operativa eficiente y la búsqueda de oportunidades en un entorno en el que los tipos de interés siguen favoreciendo a activos como la Renta Fija.

En cuanto a los activos alternativos líquidos, el oro continúa con el buen comportamiento del año muy influenciado por la compra de Bancos Centrales que quieren reducir su exposición a USD, como es el caso de China.

En el informe mensual de la OPEP se comunicaba una caída en la producción petrolera y deja sin cambios su pronóstico de demanda mundial de crudo a corto y medio plazo. El precio del crudo parece estar muy sostenido por ese recorte en la oferta por parte de la OPEP que en principio se mantendrá hasta 2025. El entorno actual de tipos favorece el fortalecimiento del dólar y con ello una subida en los precios de materias primas.



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Anexo

Estimaciones Macroeconómicas

	PIB			Inflación		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Global	3,2	3,0	3,0	6,8	4,6	3,7
Desarrollados	1,7	1,6	1,7	5,7	3,8	2,8
Estados Unidos	2,5	2,3	1,7	4,1	3,1	2,4
Eurozona	0,5	0,8	1,4	5,5	2,4	2,1
Alemania	-0,2	0,2	1,2	6,1	2,5	2,1
España	2,5	2,3	1,9	3,4	3,1	2,2
Francia	0,9	0,9	1,3	5,7	2,5	2,0
Italia	0,9	0,9	1,1	6,0	1,2	1,8
Portugal	2,3	1,8	2,0	5,3	2,6	1,8
Reino Unido	0,1	0,8	1,3	7,4	2,6	2,3
Japón	1,8	0,2	1,2	3,3	2,4	1,9
Emergentes	4,2	4,0	4,3	5,7	6,8	3,8
Brasil	2,9	2,1	2,0	4,6	4,1	3,6
China	5,2	4,9	4,4	0,2	0,5	1,5
India	7,0	7,7	7,0	5,7	4,6	4,6
Rusia	3,6	3,1	1,5	6,0	7,1	5,1

Fuente: Bloomberg.

AVISO LEGAL

Este documento es informativo y ha sido elaborado por ABANCA CORPORACION BANCARIA, S.A. ("ABANCA") sin que tenga la consideración de análisis financiero independiente ni de recomendación personalizada de compra, venta o de adopción de una estrategia de inversión específica. Por tanto, no se está prestando el servicio de asesoramiento en materia de inversión ni tampoco asesoramiento sobre cuestiones legales o fiscales o análisis financiero, ni debe interpretarse como tal. Las inversiones implican riesgos y su valor e ingresos derivados pueden variar según las condiciones del mercado y el régimen fiscal de aplicación, siendo posible que los inversores no recuperen la cantidad total invertida. Las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. ABANCA no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a los resultados obtenidos del uso de la información en este documento. ABANCA no garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenidos de otras fuentes de terceros. El servicio de gestión discrecional de carteras (GDC) así como algunos de los instrumentos incluidos en los listados de asesoramiento elaborados por ABANCA pueden tomar en cuenta alguna de las ideas de inversión reflejadas en este documento. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los clientes. La información financiera contenida en el documento no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los clientes. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada cliente. En caso de estar interesado en algún producto y/o servicio en particular, por favor, póngase en contacto con ABANCA para determinar si el producto y/o servicio está disponible para su distribución y si resulta adecuado para usted. El presente documento no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo. En particular, el receptor de este documento en ningún caso utilizará la información contenida en el mismo para la prestación de servicios de inversión en los que la recepción gratuita de este tipo de documentación esté prohibida.

//ABANCA Alpha360

Signatory of:



abanca.com

Este documento es informativo, sin que tenga la consideración de análisis financiero independiente ni recomendación personalizada de compra, venta o adopción de una estrategia de inversión específica.