

//ABANCA



House View

Septiembre 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

El mes de agosto ha sido un claro ejemplo del comportamiento irracional e impredecible de los mercados. Un inversor que se hubiese ido de vacaciones a comienzos de mes y viese el comportamiento de su cartera al cierre podría pensar que agosto mantuvo la tendencia alcista y sin sobresaltos de los meses previos. Pero la realidad ha sido bien distinta, con fuertes caídas en la primera semana debido a los temores a un deterioro del ciclo económico en Estados Unidos. Se está hablando mucho de la ansiedad de los mercados ante el enfriamiento de la economía. Creemos que dicha ansiedad no viene provocada por los datos económicos, que si bien es cierto que se están ralentizando (y seguirán haciéndolo); no son malos. El motivo real son las valoraciones de los activos, especialmente la renta variable. Cuando estás pagando un ratio precio/ beneficios de 21x con márgenes en máximos y el nivel de tipos más alto de los últimos 20 años, es lógico que un dato de creación de empleo de 114.000 nuevos empleos te parezca poco.

La importancia de la valoración de los activos tiende a olvidarse en los picos y fases finales del ciclo, y no se reconoce hasta pasados unos años, cuando echando la vista atrás podemos observar que aquellos fantásticos activos comprados a valoraciones extravagantes, no han dado la rentabilidad esperada. Por ello, en renta variable seguimos favoreciendo aquellos segmentos del mercado con valoraciones razonables, combinando tanto ideas de calidad como las compañías de dividendos sostenibles y crecientes; como ideas tácticas con mayor sensibilidad al ciclo como son las pequeñas compañías, que dado el castigo que arrastran en los últimos años creemos ofrecen un elevado potencial de materializarse las bajadas de tipos de los bancos centrales y un aterrizaje suave de la economía.

En cuanto a la renta fija, tras el periodo estival el mercado está lanzando la última llamada para aquellos inversores que todavía no han capturado el actual nivel de tipos de interés. Los activos monetarios tienen ante sí un descenso progresivo de la remuneración, por lo que debemos reducir su exposición por debajo de la neutralidad y favorecer la renta fija en las carteras. Estar invertidos en duraciones hasta los 5 años nos permite capturar estos niveles de retorno para los próximos años sin exponernos en exceso al riesgo de duración, cuya prima por plazo continúa sin estar correctamente remunerada dada la situación de las cuentas públicas en Estados Unidos y Europa.

Estamos por tanto en una fase de desaceleración del ciclo donde las divergencias entre los datos económicos y las expectativas del mercado generarán más volatilidad que los propios datos macroeconómicos, donde no esperamos grandes sorpresas dentro de la tendencia de moderación.

Septiembre 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 y tensionamiento en los mercados.
- › Recortes agresivos de tipos por parte de los bancos centrales.
- › 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.+2,0%).
- › Crecimiento anémico en Europa (+0,7%) con fuertes divergencias entre Alemania (+0,1%) y España (+2,6%).
- › Estabilización en China y crecimiento ligeramente por debajo del objetivo del gobierno (+4,8%).
- › Fed y BCE realizan bajadas en septiembre y diciembre.
- › Políticas fiscales sin grandes cambios en EEUU y Europa.

POSITIVO 15%

Reflación: fuerte crecimiento con inflación más persistente

- › Desescalada de los conflictos geopolíticos.
- › Fuerte crecimiento en EEUU (+2,4%) 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

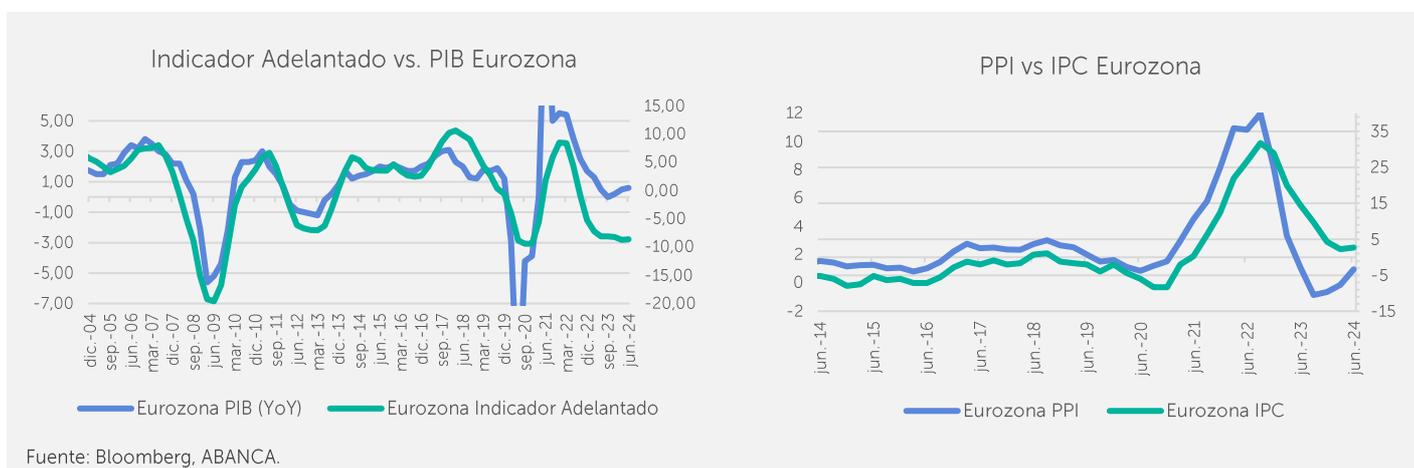
Europa

La situación macroeconómica europea continúa siendo tibia, sin un catalizador claro que reanime el ciclo. Los indicadores de crecimiento muestran un estancamiento de la actividad desde hace meses, con una clara divergencia geográfica. Alemania sigue siendo la economía más débil, con una actividad en contracción y enfrentándose a desafíos estructurales con claras implicaciones socioeconómicas, como ya estamos viendo a nivel electoral. Francia tampoco muestra señales esperanzadoras, con una economía estancada y la incertidumbre política atascando la agenda de reformas. En el plano positivo nos encontramos los países de la periferia, más ligados a servicios y turismo que han mantenido su buen desempeño. El catalizador de cara a los próximos meses podría ser un mayor consumo gracias a la mejora de los ingresos reales de los hogares, en un contexto de inflación a la baja y mayores ingresos tras las negociaciones salariales de este año.

Respecto a la inflación, la actual situación podríamos definirla como casi óptima para el Banco Central Europeo, con un IPC en la Eurozona que esperamos se estabilice en el entorno del 2,1% en los próximos meses. La cara positiva de la falta de crecimiento es que las presiones inflacionistas fruto del desequilibrio de oferta/ demanda se han disipado, y no observamos en estos momentos grandes riesgos al alza, con unas reservas de gas en niveles máximos de cara a afrontar la temporada invernal.

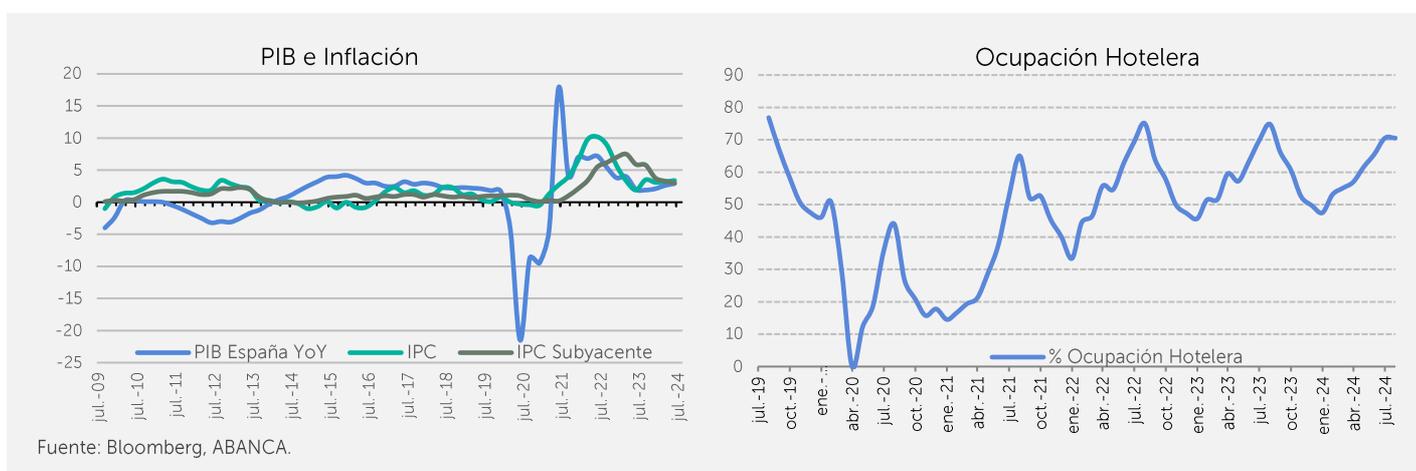
Este entorno debería permitir bajadas adicionales por parte del BCE más allá de septiembre, con un ojo puesto en el tipo de cambio que será el principal factor de la inflación en los próximos meses. Con el reciente repunte del EUR/ USD por encima del 1,10; el margen de maniobra parece claro.

A pesar de este escenario poco emocionante, no observamos grandes riesgos estructurales en la economía europea. El único "elefante en la habitación" sigue siendo el abultado nivel de deuda pública, que es y será un lastre al crecimiento y la mejora de la productividad en los próximos años.



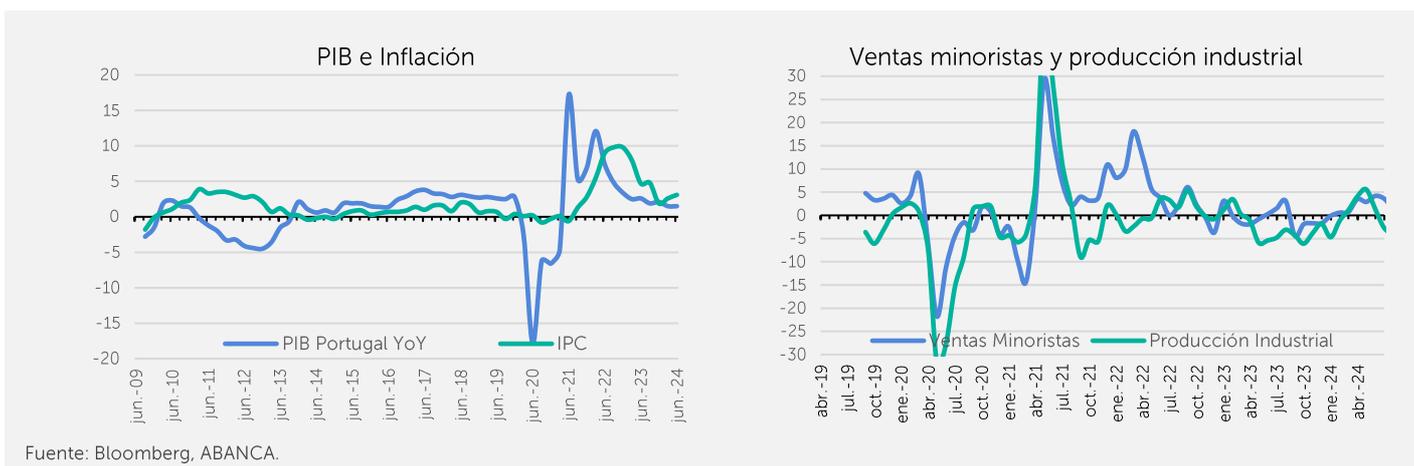
España

En España los indicadores de actividad siguen mostrando la fortaleza del país, por la que se ha caracterizado desde inicios de año. El crecimiento que esperamos para el 2024 es del 2,6%, claramente de los mejores de la Eurozona, impulsado por un mercado laboral que ha mejorado notablemente, con la mejor tasa de desempleo registrada en la última década, así como una ratio de puestos vacantes con tendencia alcista que confirma la demanda de trabajadores. En cuanto a inflación se ha producido una importante corrección en las previsiones para el año, que, en un inicio, dado el ritmo de crecimiento del país eran superiores al 3%, por lo que la divergencia de ritmos de crecimiento en la Eurozona no debería de suponer un problema para la bajada de tipos por parte del BCE.



Portugal

Portugal es también el país que ha mostrado una clara fortaleza a lo largo de todo el año, respaldado por un mercado laboral favorable, así como un consumo que crece notablemente. El crecimiento que esperamos para el año es del 1,8% confirmando que se encuentra entre los países con mejor comportamiento dentro de la Eurozona. Por la parte de inflación ha recuperado la senda desinflacionista que se frenaba ligeramente hace unos meses, con un dato para el mes de agosto del 1,9% por lo que nos encontramos con un país con un entorno económico óptimo que esperamos continúe en los próximos meses: crecimiento positivo y precios estables.



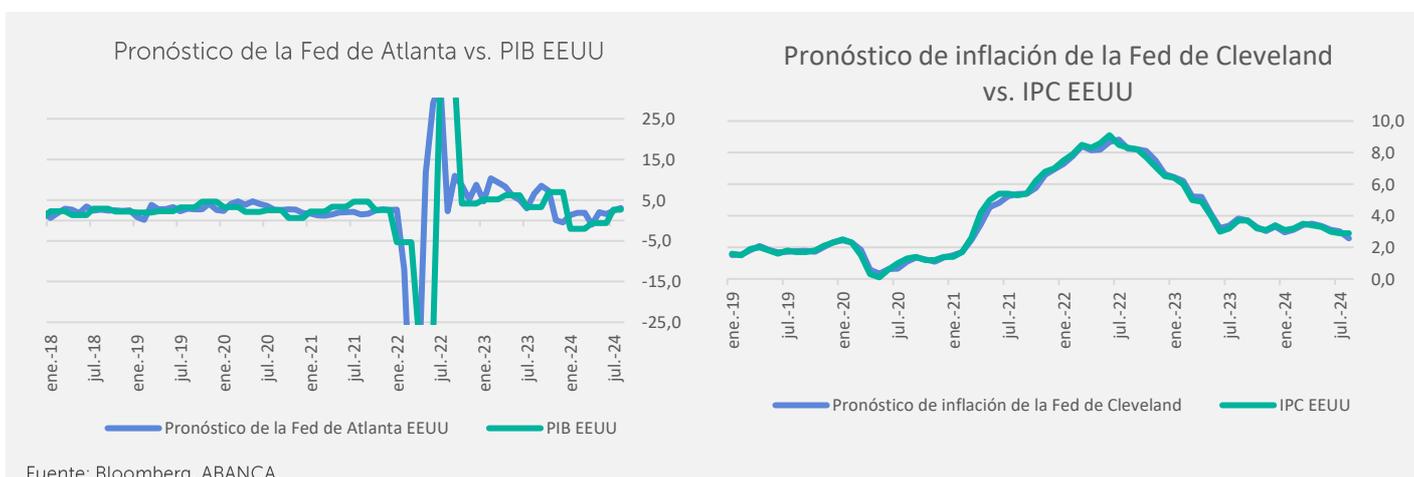
Estados Unidos

La economía estadounidense mantiene su buen desempeño, con un crecimiento razonable y una inflación moderada.

Esperamos que la actividad económica se mantenga estable en niveles ligeramente superiores al 2% en los próximos trimestres, en línea con el potencial a largo plazo. La actividad manufacturera no ha conseguido confirmar la recuperación de comienzos de año y continúa su desaceleración desde finales de 2022. El sector servicios, con mayor relevancia en la economía americana; mantiene su buen desempeño, apoyado por un mercado laboral sólido que apoya el consumo. Esperamos que los datos laborales de los próximos meses vayan moderándose progresivamente, en línea con una fase tardía de ciclo. Como se acomode esta ralentización a las expectativas del consenso, será clave también para la evolución de los mercados, tal como vimos a comienzos del mes de agosto con un dato de empleo peor de lo esperado.

Respecto a la inflación, la evolución de la misma también continuará siendo favorable en los próximos meses y esperamos que continúe la tendencia desinflacionista con tasas en el entorno del 2,5% en los próximos meses. Los factores estructurales que observábamos hace apenas unos meses, como la inflación salarial; comienzan a suavizarse. El componente de vivienda del IPC también ha mantenido su tendencia a la bajada, contribuyendo un 1,8% a la tasa general en el último dato de julio frente al 2,5% de hace un año.

La Reserva Federal tiene vía libre para comenzar el proceso de bajadas de tipos. Creemos que estas serán de 25pb en septiembre (una bajada de 50pb solo se daría en un escenario de pánico en los mercados) y otros 25pb en diciembre. Unos tipos de interés claramente por encima del nivel de equilibrio y un mercado laboral moderándose son argumentos suficientes para acomodarse a este escenario. En el apartado fiscal, el resultado de las elecciones será clave para determinar si una nueva oleada de gasto público/ bajada de impuestos pueda generar un impulso que presione de nuevo la inflación.

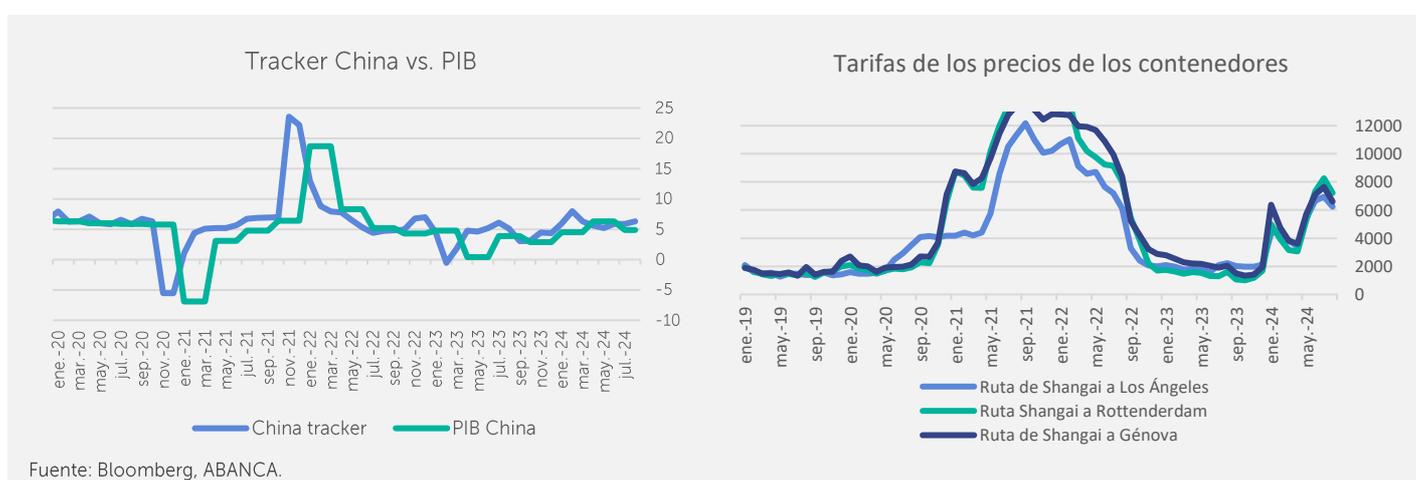


Emergentes

En China hemos visto a lo largo de los últimos meses un enfriamiento de la actividad. El consumo que durante el 2023 impulsaba el crecimiento global, se ha visto frenado por la falta de confianza de los hogares ante una crisis inmobiliaria que no termina de solucionarse, siendo este sector el principal destino de inversión del ciudadano chino históricamente y por tanto afectando directamente al patrimonio de un gran porcentaje de los hogares. Seguimos observando un debilitamiento de la conocida como "antigua economía" formada por sectores tradicionales entre los que se encuentra el sector inmobiliario, además de una caída notable en las exportaciones. A comienzos de año, las autoridades se mostraban claramente a favor del uso de estímulos tanto para inyectar liquidez al sistema como de una política monetaria expansiva. Sin embargo, tras dos trimestres, los estímulos realizados no terminan de ser suficientes para que se recupere la confianza del consumidor ni tampoco de los inversores, y a la vista de los datos publicados, tampoco para la mejora de la crisis del sector inmobiliario. El objetivo de crecimiento del gobierno se situaba en el 5% para el 2024, sin embargo, hasta que no se produzcan los cambios y medidas oportunas vemos difícil que los sectores de nueva economía (en los que tanto ha invertido el gobierno) o el consumo interno, tengan la suficiente envergadura como para que impulsen de manera visible el conjunto de la economía.

Brasil, por su parte continúa con el buen comportamiento que ha tenido durante el año, con un segundo trimestre caracterizado por un crecimiento amplio y robusto, en gran parte impulsado por el sector industrial, el sector de servicios públicos y la construcción. Este entorno de crecimiento de PIB incluso por encima de potencial podría fomentar la subida de tipos por parte del Banco Central, sobre todo si la moneda se devalúa a la vista de la esperada decisión por parte de la Fed de septiembre.

En cuanto a indicadores globales, observamos que los precios de los contenedores que venían mostrando un repunte pronunciado vuelven a bajar dando un giro en la tendencia, sin embargo, se siguen manteniendo en niveles elevados con respecto al histórico. La duda de las presiones inflacionistas queda por el momento disipada, sobre todo a la vista del comportamiento del precio del crudo que continúa con su tendencia bajista.



Distribución de activos

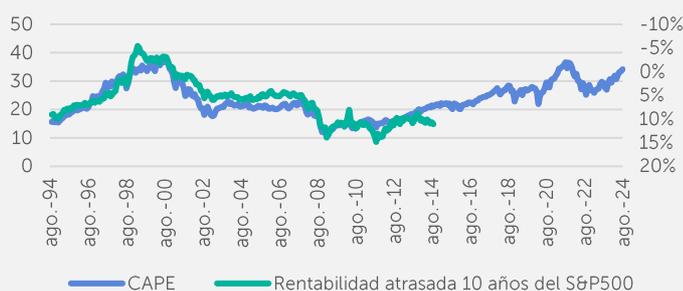
Renta Variable

A finales del mes de julio un dato de IPC en Estados Unidos más bajo de lo esperado llevaba a una rotación en masa de los sectores asociados a elevados crecimientos hacia sectores con valoraciones más atractivas como podía ser el Russell 2000 en el que se veían beneficiadas las pequeñas compañías. El movimiento no venía producido por resultados en las empresas ni tampoco por cambios estructurales en las tesis de inversión de los analistas, sino por una expectativa de bajada de tipos de interés que poco justificaba ya las valoraciones tan elevadas a las que se han estado comprando las compañías. Dos semanas más tarde, una subida de tipos por parte del Banco de Japón unida a un dato de empleo en Estados Unidos más bajo de lo esperado desembocaba en un cambio de sentimiento en masa que arrastraba al resto del mercado y de las geografías con las consiguientes fuertes caídas en las bolsas. Una vez más, la caída venía provocada por deshacer posiciones que, en un entorno de enfriamiento de la actividad, como venimos viendo desde principios de año, no dejaban margen a error o a un escenario menos positivo de lo que la euforia había descontado. Con todo, la volatilidad vivida ha quedado atrás, con un entorno en el que las valoraciones vuelven a los niveles en los que estaban y las decisiones tomadas durante esos días poco tenían que ver con un análisis de fundamentales; eran fruto del sentimiento.

Tras la corrección de esos días, y la posterior recuperación, nos encontramos de nuevo en niveles de valoración con un muy estrecho margen de seguridad. El S&P500 cotiza con un PER de Shiller cercano a 35x los beneficios, lo que observando la relación histórica de valoración y rentabilidad futura se corresponde con rendimientos llamativamente bajos.

Por nuestra parte seguimos buscando empresas de calidad unidas a valoraciones atractivas que nos protejan de cambios o errores en los escenarios. Seguimos encontrando nichos de oportunidad en sectores en los que la falta de interés por parte del mercado abre oportunidades con valoraciones razonables, como son las pequeñas compañías que no solo se verían favorecidas por un entorno de bajada de tipos, sino que cotizan a un PER de Shiller de 18.6x a nivel global. También siguen fuera del foco de los inversores las compañías estables y de calidad con pago recurrente de dividendos, por un sentimiento especialmente optimista a favor de sectores como el tecnológico.

PER de Shiller vs. Rentabilidad atrasada 10 años en EEUU



Percentil histórico de ratio PER



Fuente: Bloomberg, ABANCA. **Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.**

Renta Fija

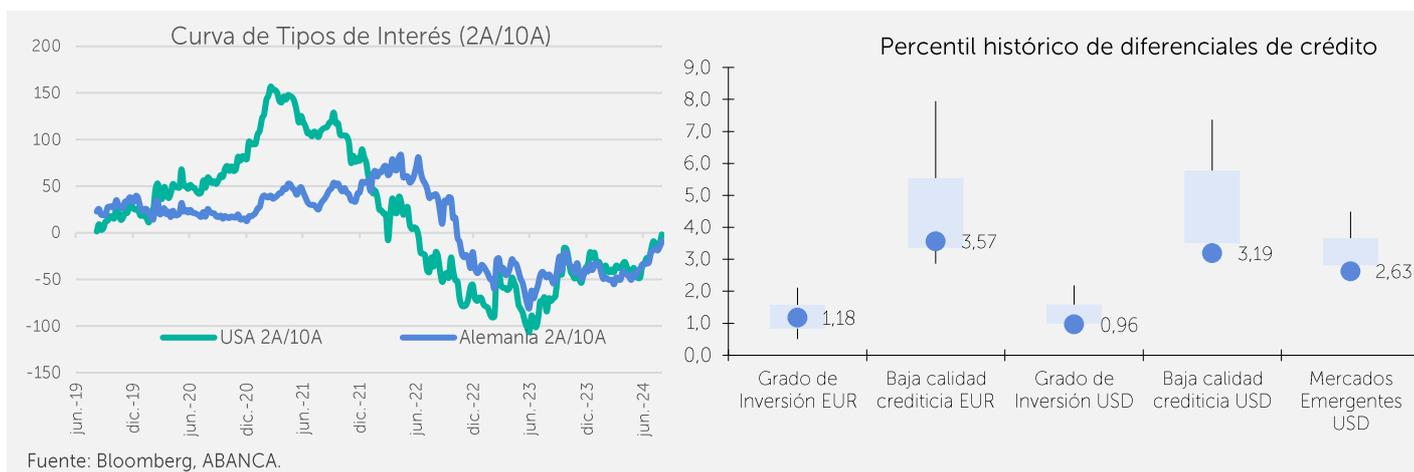
En cuanto al mercado de Renta Fija, un más que confirmado escenario de comienzo de bajada de tipos este mes en el comunicado de Powell, abre la última oportunidad a todos aquellos inversores que quieran asegurar rentabilidad a sus carteras para los próximos años. Ahora la incertidumbre recae sobre el ritmo y el número de bajadas al que la Fed realizará los recortes.

Parece que se acaban las oportunidades para poner a trabajar la liquidez, que se enfrenta a un coste de oportunidad creciente en los próximos meses a medida que se reduce la remuneración. Será importante una buena combinación entre el aumento progresivo de las duraciones unido a la búsqueda de cupones que aporten rentabilidades atractivas.

Para la construcción de la duración favorecemos los tramos 1-5 años con activos de alta calidad, que tengan menor sensibilidad a los movimientos de tipos de interés y diferenciales. En este tramo y tipo de activo existe un alto nivel de correlación entre la rentabilidad de compra y la rentabilidad obtenida en el activo a vencimiento, sobre todo por verse menos afectados por las probabilidades de impago. Además, favorecemos la curva europea por encontrar ahí valoraciones más atractivas, donde los diferenciales remunerar de manera más evidente el riesgo tomado por el inversor, encontrándose estos en media con su propia historia, frente a Estados Unidos que ofrece diferenciales históricamente estrechos. Seguimos viendo oportunidad en el sector financiero donde la relación rentabilidad-riesgo es especialmente atractiva con percentiles de diferenciales en media o mejor que la misma en prácticamente toda la estructura de capital.

En cuanto a la búsqueda de cupón, creemos que será esencial dotar a las carteras de esa palanca de rentabilidad, buscando oportunidades entre diferenciales estrechos, donde, si observamos los percentiles históricos es también la baja calidad crediticia europea la que ofrece mayor remuneración por el riesgo asumido, ofreciendo mejor valoración que el mercado americano donde los diferenciales son bajos con respecto a su propia historia (por debajo de percentil 25)

Con todo, nos protegemos del riesgo de duración evitando tramos demasiado largos y también los diferenciales estrechos, sin embargo, consideramos que es el momento óptimo para asegurar la rentabilidad de los próximos años para las carteras de Renta Fija.



Divisas

Hemos visto una importante depreciación en el USD durante el mes de agosto, derivados en gran parte del anuncio por parte de la Fed del inicio de bajada de tipos unido a un Banco Central Europeo que se muestra reticente en sus comunicaciones a seguir realizando bajadas por el momento. Vemos el rango de movimiento entre el 1,08 y el 1,10 debido a que niveles muy superiores a este abrirían oportunidad a bajadas adicionales por parte del BCE.

Por parte del JPY, a principios de agosto veíamos el movimiento de subida de tipos por parte del Banco de Japón dada la necesidad de controlar la depreciación de la moneda. Creemos que esta política monetaria se hace buscando soluciones a los problemas del corto plazo, sin embargo, dado el alto nivel de endeudamiento del país, su estructura de exportaciones e importaciones y un patente problema demográfico harán que en el largo plazo se haga necesaria una política monetaria laxa. Con ello, mantenemos el posicionamiento de Neutral.

Alternativos

En los activos privados la selección de gestores de calidad sigue siendo la clave en la generación de retornos, y más en un entorno como el actual en el que la actividad del sector de capital privado se ralentiza en línea con el entorno macro. Con menores captaciones en los fondos y menor volumen de transacciones, los gestores deberán ser capaces de añadir valor operativo a los activos durante el periodo de inversión.

En el apartado de los alternativos líquidos, consideramos fundamental mantener una exposición estratégica tanto a materias primas como al oro, ambas como fuente de descorrelación especialmente en nuestro escenario negativo. La primera de ellas, como cobertura ante potenciales *shocks* geopolíticos. El segundo, como protección ante eventos inesperados (cisnes negros) ligados a tensionamientos financieros y monetarios. La deuda pública es para nosotros el elefante en la habitación de los mercados, y la historia nos dice que las monetizaciones suelen ser el resultado habitual de estas situaciones.



Anexo

Estimaciones Macroeconómicas

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

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. 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. Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras. 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.