

//ABANCA



House View

Octubre 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

Los mercados continúan padeciendo bruscos cambios de sentimiento, fruto de la falta de claridad sobre la trayectoria de la economía americana. Si bien los datos económicos en Estados Unidos mantienen la trayectoria y niveles de meses previos, la percepción del mercado ha virado sin un rumbo claro. Los datos de empleo que muestran un enfriamiento natural del mercado laboral, ahora son vistos como una señal inequívoca de una recesión inminente.

Nuestra visión, apoyada en el enfoque a largo plazo de nuestro modelo Alpha360, poco ha variado en los últimos meses, si bien hemos tenido alguna sorpresa fuera de nuestro guion como la bajada inicial de 50pb por parte de la Reserva Federal. En general, el escenario macroeconómico continúa siendo positivo a nivel global, con ciertos matices por las divergencias regionales que nos encontramos. En un contexto global de crecimientos moderados y una inflación controlada, creemos que es el entorno ideal para la renta fija. Con una amplia capacidad de maniobra para bajar tipos de interés hacia niveles neutrales en los bancos centrales del G10, el activo cuenta ahora no solo con unas valoraciones atractivas en términos de tipo de interés, sino el viento de cola de una nueva fase de relajación monetaria.

El momento para aprovechar estos tipos de interés normalizados es ahora. La trayectoria de tipos de interés a la baja afectará especialmente a la remuneración de los activos monetarios, que vuelven a tener un coste de oportunidad en cartera. Los inversores que se mantengan en este activo ante las dudas de la situación geopolítica, lamentarán en los próximos años haber renunciado al extra de rentabilidad que nos ofrecen segmentos como el crédito de alta calidad crediticia en Europa. Ya sabemos que jugar a adivinar la geopolítica con nuestras inversiones siempre acaba mal, pero eso no impide que numerosos inversores y ahorradores cometan contantemente este error, ignorando las lecciones históricas.

En renta variable, seguimos observando las múltiples oportunidades que existen más allá de las grandes compañías tecnológicas. Si bien mantenemos la cautela por las valoraciones de los grandes índices y unas rentabilidades esperadas que a nuestro juicio no justifican el riesgo asumido; también somos optimistas respecto a la expectativa de determinados segmentos del mercado. Las compañías de dividendos son una de ellas. La tesis es conocida: compañías de calidad, con negocios estables y balances sólidos; cotizando en estos momentos a valoraciones atractivas.

En definitiva, estamos en un momento favorable para estar invertidos. Los retornos esperados de las carteras multiactivos son razonables, y en los perfiles más conservadores, sin duda muy superiores a los que hemos visto en los últimos 10 años. Mantenerse invertido, diversificado y evitando dejarse llevar por los extremos en sentimiento, son y serán la receta para alcanzar los objetivos.

Octubre 2024

Distribución de Activos



LIQUIDEZ

RENDA FIJA



RENDA VARIABLE



ALTERNATIVOS



DIVISAS



Nuestros escenarios

NEGATIVO 20%

Recesión

- › Escalada de conflictos geopolíticos.
- › El entorno de "tipos altos por más tiempo" provoca un *shock* financiero.
- › Bancos Centrales reaccionan con retraso al enfriamiento del ciclo, obligando a bajadas más agresivas posteriormente.
- › Fuerte deterioro de los mercados laborales genera un rápido incremento del desempleo.
- › Deterioro de la situación de China con estancamiento económico, crisis bancaria y contagio global.

CENTRAL 65%

Crecimiento moderado, inflación controlada

- › Crecimiento moderado en EEUU con riesgos a la baja (reversión a 2%) apoyado por el gasto fiscal y el mercado laboral. Inflación en el entorno del 3%.
- › Crecimiento anémico en Europa (+0,8%) con fuertes divergencias entre Alemania (+0,1%) y España (+2,6%). Inflación cercana al objetivo continúa tendencia desinflacionista.
- › Crecimiento positivo en China (4,8%) con potencial sorpresa positiva.
- › El BCE y la Fed continúan con el ciclo de bajadas.

POSITIVO 15%

Reflación: fuerte crecimiento con inflación más persistente

- › Desescalada de los conflictos geopolíticos.
- › Crecimiento en EEUU se mantiene por encima de potencial apoyado por el consumo (ingresos reales al alza).
- › En China, los estímulos impulsan un nuevo ciclo que beneficia a la economía global.
- › Reaceleración del crecimiento en Alemania en gran parte fruto de la recuperación en China y estímulos fiscales.
- › Inflación más persistente fruto del crecimiento, se mantienen tipos altos sin grandes recortes.

Implicaciones para la distribución de activos

NEGATIVO

- **Renta Variable:** negativo para el activo. 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.
- **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

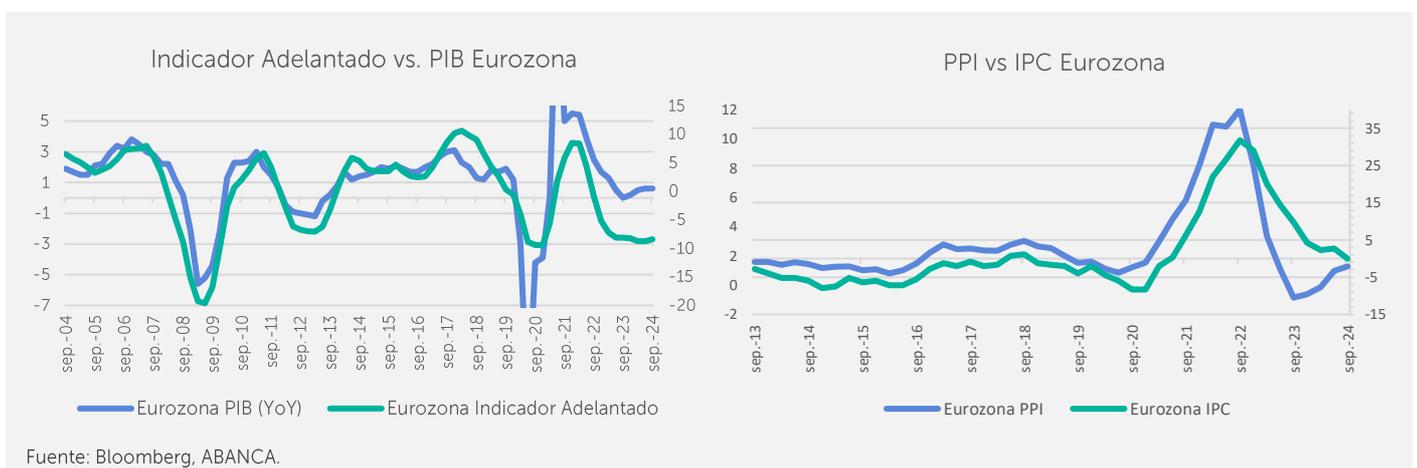
Europa

En Europa los indicadores de actividad económica siguen apuntando a un deterioro importante. El componente manufacturero continúa siendo el lastre de la Eurozona con la mayor parte de países en niveles de contracción económica. El sector servicios muestra resiliencia, sustentando la economía, aunque no es suficiente para esperar crecimientos por encima del 1% en conjunto en el 2024.

La actividad industrial pasa por un claro momento de deterioro que, dada la falta de catalizadores, parece pedir una reestructuración importante. Continúa la amplia divergencia entre países como España, donde el turismo y el consumo actúan como claro motor de crecimiento (+2,6% esperado para el 2024) frente a Alemania o Francia donde no vemos todavía señal de recuperación.

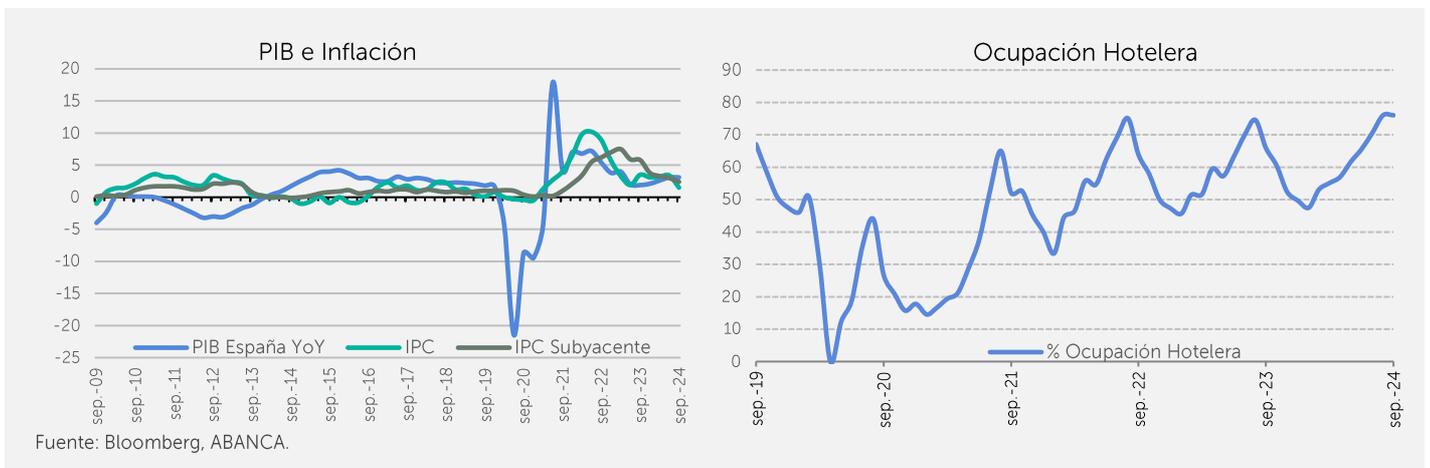
En inflación continúa el proceso de enfriamiento de las tasas, respaldado por esa ralentización en crecimiento, con Francia, Alemania, España e Italia en niveles de IPC por debajo del 2%. La caída en los precios de la energía ha favorecido el descenso del último mes, y unos precios del productor lejos de niveles que puedan ejercer presión, favorecen que continúe la caída en el IPC, por lo que creemos que a finales de año el índice se mantenga en niveles cercanos al objetivo. El descenso en inflación ha comenzado a aliviar la presión que existía en ingresos reales de los hogares y con ello la demanda de crédito, lo que debería verse reflejado en el consumo los próximos meses.

En cuanto a política monetaria, un controlado nivel de inflación unida a crecimientos anémicos de la economía, favorecen que continúe la bajada de tipos por parte del BCE. Aunque el Banco Central no ha dejado clara la senda de bajadas a partir de ahora, y sigue enfocándose en el dato dependencia, creemos que la situación hace necesarias bajadas adicionales y esperamos un recorte de tipos en el mes de diciembre, llegando el tipo base al 2% en junio del año que viene, tras un proceso de bajadas durante todo el primer semestre.



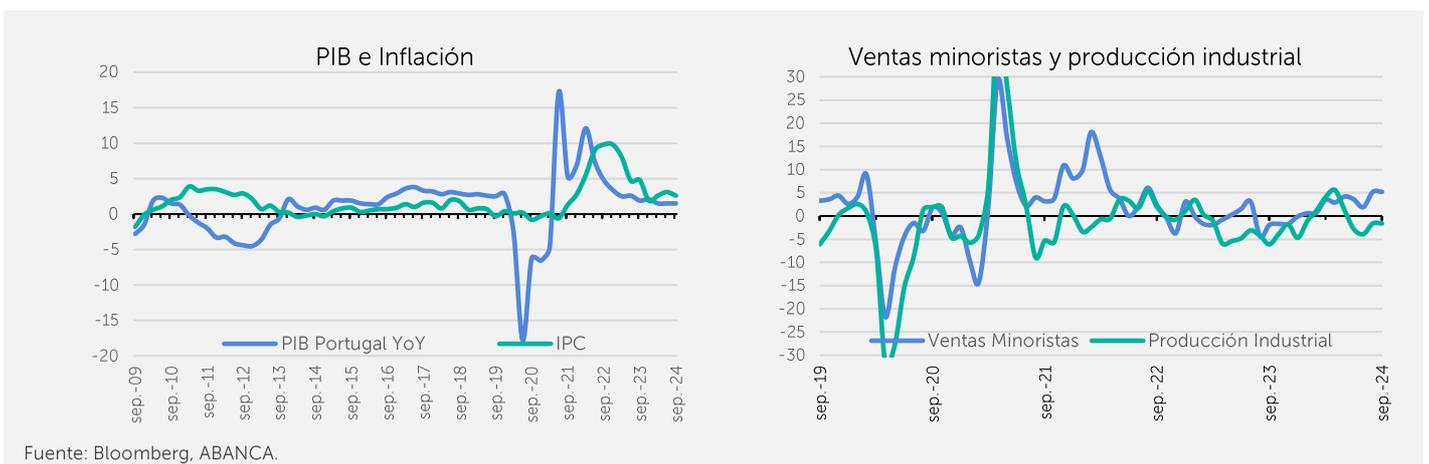
España

En España continuamos viendo el que parece un escenario idílico, con un crecimiento robusto para el segundo trimestre del año (3,1% con respecto al año pasado), soportado por las ventas minoristas que crecían un 0,5% en el mes de julio y la demanda interna que crece también mostrando la estabilidad del consumo. Este crecimiento se produce a la vez que continúa proceso desinflacionista, corroborado en dato de IPC del mes de septiembre que bajaba al 1,5% desde el 2,3% del mes de agosto. Es el nivel de índice de precios más bajo registrado desde marzo 2021, principalmente provocado por una caída en el precio de los carburantes, comida y electricidad comparado con septiembre de 2023. Esperamos un crecimiento del 2,6% para el año y no vemos presiones inflacionistas que amenacen el buen comportamiento que lleva la geografía hasta ahora.



Portugal

En Portugal esperamos un crecimiento para el 2024 del 1,7%, subiendo las estimaciones desde el 1,5% provocado por los buenos datos de actividad que se registran durante el trimestre. Las ventas minoristas en el mes de agosto crecían un 5,2% con respecto al año pasado, reflejando el buen comportamiento del consumo durante el verano. Hemos visto cierto repunte en precios, con el IPC que subía hasta el 2,6% en septiembre comparado con el dato de 1,8% del mes anterior debido principalmente al crecimiento en la geografía, sin embargo, creemos que Portugal cerrará el año con un nivel de inflación cercano al objetivo por la falta de presiones inflacionistas los próximos meses.



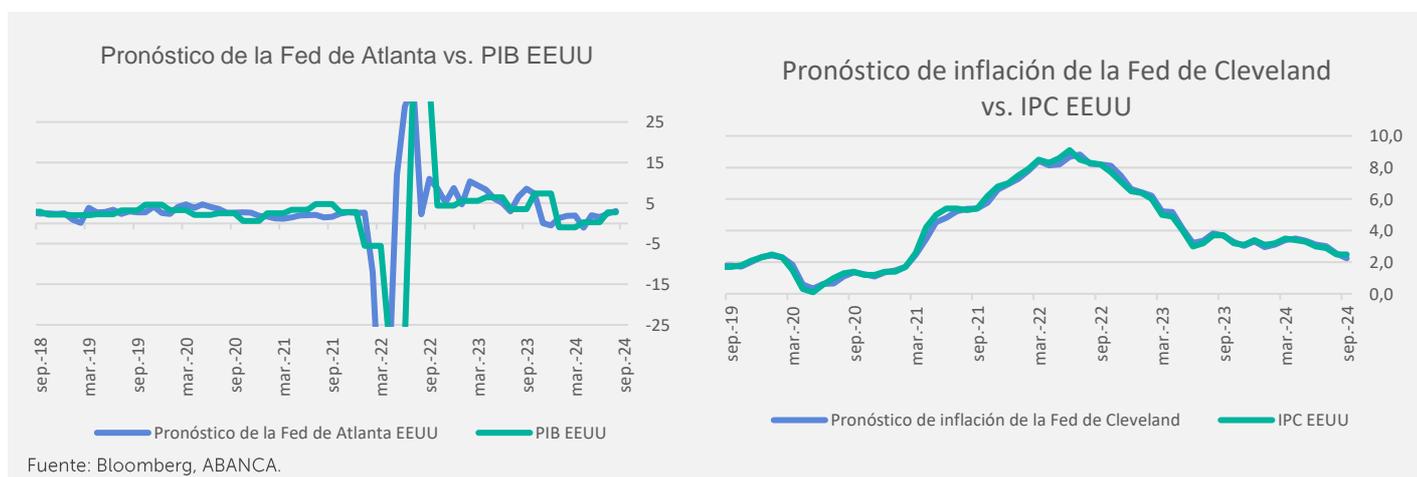
Estados Unidos

En Estados Unidos seguimos viendo un comportamiento estable de la actividad, con el componente manufacturero todavía en niveles de contracción económica y un sector servicios que se mantiene como pilar de la economía. Los datos de crecimiento trimestrales llevan a indicadores inmediatos a apuntar a crecimientos superiores al 2,4% para final de año. El enfriamiento del mercado laboral continúa su tendencia, aunque creemos que está lejos de apuntar a una situación crítica. Esperamos niveles de desempleo alcanzando el 5% los próximos meses, para completar el proceso de equilibrio que comenzó tras el COVID. Con todo, nuestro escenario central sigue siendo un crecimiento cercano al 2% para 2024.

En inflación, el sector servicios es el que mantiene niveles de precios más altos, derivado del crecimiento, con el último dato del PCE (índice gastos de consumo personal) repuntando con respecto al dato del año pasado. Sin embargo, vemos una tendencia a la baja del crecimiento en salarios, así como de los componentes menos flexibles del índice de precios. No vemos presiones inflacionistas más allá de las que podrían producir una política fiscal agresiva tras las elecciones, así como las derivadas de el proteccionismo y la política de aranceles que plantean los programas.

Con todo, comenzaba en el mes de septiembre el proceso de bajada de tipos por parte de la Fed, con un recorte de 50pb. Este tipo de bajada de tipos ha sido llevado a cabo históricamente en momentos de recesión, aunque el comunicado del Banco Central transmitía calma y buen comportamiento de la economía y descartaba el escenario de recesión. Parece que el enfriamiento de los datos ha llevado a un recorte más agresivo por parte de la Fed, que iba rezagado comparado con el resto de Bancos Centrales. Ahora el foco deja de ser la inflación para centrarse en el mercado laboral, y el guión de bajadas incluye 50 pb adicionales para este 2024, que se corresponde con nuestra visión, más cauta que la del mercado, que descuenta ya 75pb para lo que resta de año.

Por la parte política, a medida que nos adentramos en el mes de octubre se intensificará el foco de los mercados en los resultados electorales, con gran parte de las casas de apuestas apuntando a una victoria de Kamala Harris por un ligero porcentaje de diferencia con respecto a Trump. En cualquier caso, ambos candidatos han dejado de incluir una propuesta que haga frente al problema fiscal en sus programas, lo que claramente no parece sostenible en el largo plazo.



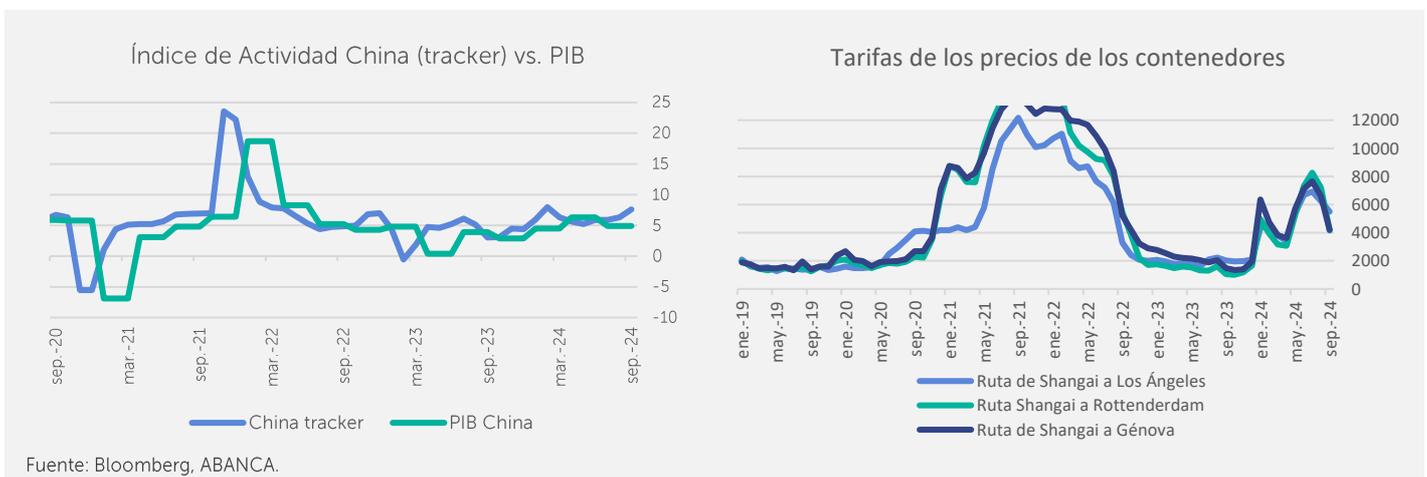
Emergentes

A finales del mes de septiembre veíamos el anuncio por parte de las autoridades chinas de el mayor paquete de estímulos monetarios que se registraba desde el COVID. Recortes en la tasa repo a 7 y 14 días, bajada en los requerimientos de reservas a los bancos e inversiones superiores a los 300 billones de yuanes (43 billones de dólares) son parte del programa presentado por el Banco de China para estimular la economía que estaba mostrando un claro enfriamiento desde hace meses. Los indicadores de actividad económica continúan apuntando a un empeoramiento en los sectores más tradicionales, que son los que todavía tienen el peso diferencial en el conjunto del crecimiento. La crisis inmobiliaria está todavía lejos de solucionarse y existe una importante falta de confianza por parte de ciudadanos chinos e inversores extranjeros por lo que, aunque parece un buen comienzo para alcanzar el objetivo de crecimiento marcado para 2024 del 5%, todavía se hacen necesarias más medidas.

Los inversores han tomado la noticia con optimismo, y la bolsa china registra subidas de más del 25% en tan solo una semana, probablemente con la expectativa de recibir nuevos comunicados de estímulos que impulsen la actividad próximamente.

China está pasando por un momento especialmente difícil derivado no solo de el enfriamiento en la actividad sino también de una guerra comercial que comenzó hace años y se intensifica mes a mes. Los próximos meses el foco estará puesto en lo que cada candidato electoral en Estados Unidos proponga con respecto a las tarifas y aranceles a productos chinos y la correspondiente respuesta. Hay otros países, sin embargo, que se están viendo especialmente beneficiados por la intención de EEUU de externalizar la producción a países cercanos "amigos" como puede ser el caso de México, que se posiciona ya como el mayor aliado en exportaciones estadounidenses. Además, el país presenta un nivel moderado de apalancamiento y un crecimiento estable.

En cuanto a indicadores globales, seguimos de cerca las tarifas de los precios de los contenedores, así como el comportamiento del tránsito en el canal de Suez. Observamos que la caída en precios debería respaldar el proceso desinflacionista que venimos observando en las distintas geografías.



Distribución de activos

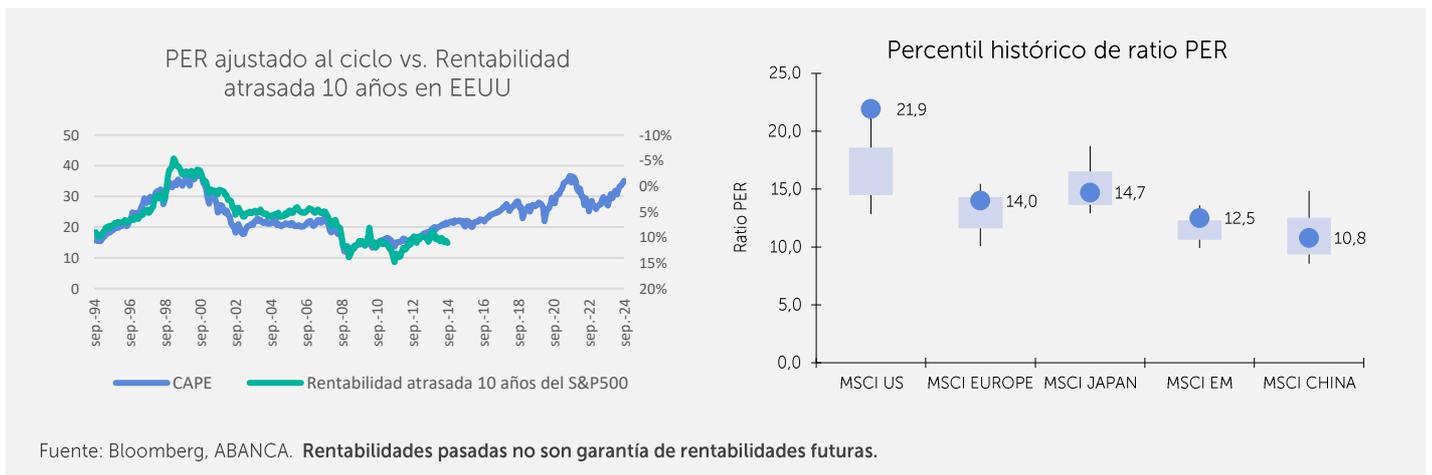
Renta Variable

Comentábamos en nuestra anterior publicación como algo parece estar cambiando en los mercados de renta variable. Hasta ahora dominados por un puñado de compañías tecnológicas, desde el mes de julio hemos observado un fenómeno poco frecuente en los últimos años, y es que las pequeñas compañías han batido en las grandes, con un sentimiento de mercado que comienza a rotar hacia otros sectores.

Venimos manteniendo desde hace más de un año un posicionamiento cauto en el global del activo, donde el dominio y concentración de las megacompañías nos parece un riesgo que no estará recompensado en los próximos años. Seguimos creyendo que los inversores de renta variable con una expectativa de rentabilidad de doble dígito como en los últimos 10 años, se verán decepcionados en la próxima década. Dicho esto, creemos que estos desequilibrios en el agregado de los índices ofrecen importantes oportunidades cuando descendemos a los diferentes segmentos. En primer lugar, las pequeñas compañías, tanto en Estados Unidos como en Europa, ofrecen unas valoraciones atractivas combinadas con unos fundamentales que, en un escenario de crecimiento económico moderado y tipos de interés a la baja; deberían permitirles cerrar el diferencial con las grandes compañías.

Las compañías de factor dividendo- calidad también son un buen ejemplo de las oportunidades que encontramos en este entorno. Se trata de compañías estables, con balances saneados y niveles de rentabilidad superiores al 15%, que han estado fuera del radar del consenso por sus menores tasas de crecimiento esperado.

También en el universo emergente encontramos interesantes oportunidades desde el punto de vista de valoración, si bien todavía con unos fundamentales más deteriorados que nos hacen mantener, por el momento, un posicionamiento Neutral. En el caso de China, la renta variable ofrece la mayor prima de riesgo frente a los bonos del gobierno de las últimas décadas. Las medidas anunciadas en las últimas semanas podrían ofrecer el catalizador para frenar la caída, y esperamos medidas adicionales que cierren el actual descuento. Algo similar ocurre en América Latina, donde las valoraciones están en el rango bajo de los últimos 20 años, si bien los fundamentales aconsejan todavía mantener la neutralidad.



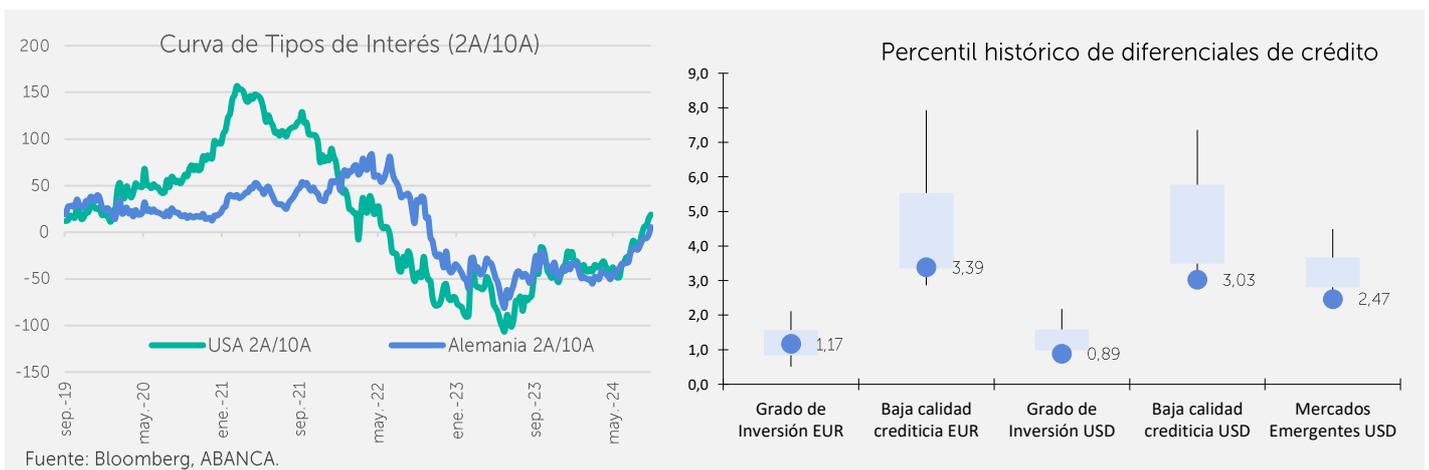
Renta Fija

La renta fija volvía a hacerse de rogar en 2024, como ya hizo en 2023; pero finalmente hemos visto el potencial del activo en estos últimos meses en los que tanto bancos centrales como el consenso de mercado han ganado visibilidad respecto a la trayectoria desinflacionista, tal como veníamos anticipando en nuestro House View.

El fuerte rally en tipos de interés nos lleva tácticamente a reducir la duración de las carteras, ante unas expectativas de bajadas que consideramos excesivas tanto en EEUU como en Europa. Si bien estamos de acuerdo en los tipos de llegada, que situamos en el 1,5% en Europa y en el 3% en EEUU; vemos el ritmo descontado como demasiado agresivo, y nos alineamos más con el guión de bajadas presentado por la Fed que con el optimismo de mercado.

En cuanto al crédito, continuamos viendo niveles históricamente bajos de los diferenciales, a pesar de encontrar oportunidad en la yield de los distintos activos. Estados Unidos sigue presentando diferenciales especialmente bajos tanto en los activos de alta calidad como en los de mayor riesgo, mientras Europa cotiza en media con su historia en los activos de alta calidad, por lo que este tipo de activo sigue siendo nuestra principal apuesta, derivada de la que consideramos la mejor relación rentabilidad-riesgo desde hace meses. Todavía existe oportunidad también por valoración en el sector financiero, especialmente en los activos Senior y cédulas hipotecarias con diferenciales y rentabilidades históricamente atractivas.

Es cierto que ante el escenario de bajada de tipos los próximos meses, se hace esencial la búsqueda de cupón que asegure rentabilidad de las carteras, y seguimos favoreciendo la misma a través de tramos cortos con poca sensibilidad a tomas de decisiones de política monetaria. Por ello, favorecemos la baja calidad crediticia en Europa frente a la renta variable en su conjunto para las carteras, como búsqueda de palanca de rentabilidad. Ante escenarios de valoraciones excesivamente altas intentamos evitar el riesgo de reversión a la media de activos que históricamente cotizan por encima de la media (como es el caso de los estrechos diferenciales que vemos en ciertos activos.)



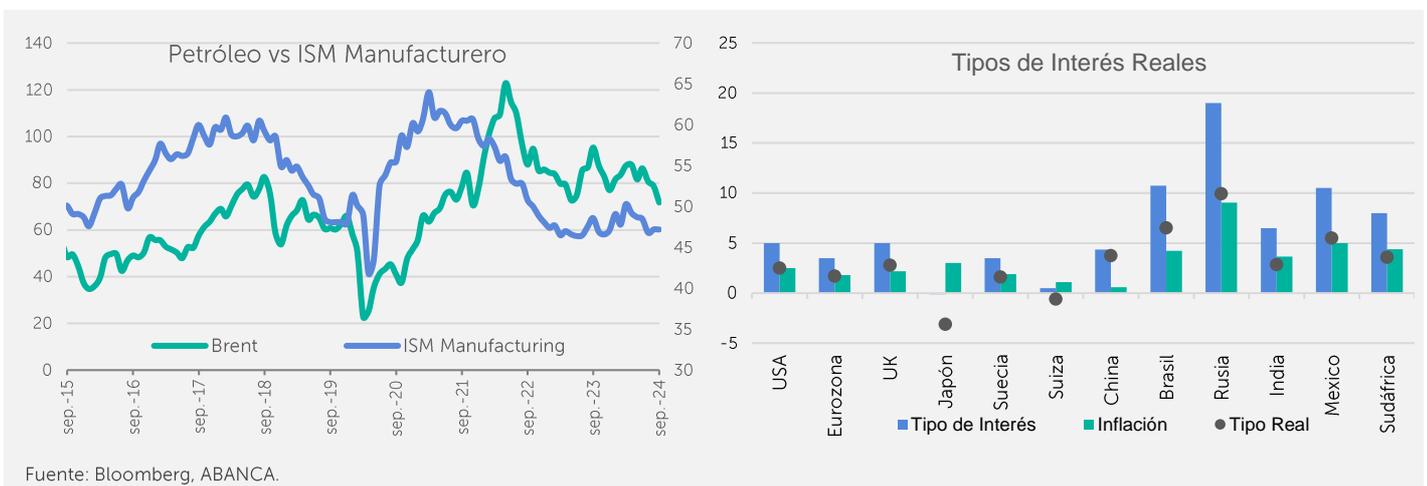
Divisas

Los últimos meses hemos visto un debilitamiento del dólar, siendo la racha bajista más larga para la divisa desde enero de 2023. Desde que se inició la expectativa de bajada de tipos por parte de la Fed, y dado que el recorte fue más agresivo de lo esperado por gran parte de los inversores, la divisa se ha visto debilitada. Creemos que tanto BCE como la Fed continuarán con el proceso de bajada de tipos, y favorecemos la divisa como elemento diversificador frente al oro que se encuentra cotizando en máximos históricos. Establecemos el rango objetivo en 1,10 con soporte en 1,12.

En cuanto al yen, tras la toma de decisiones por parte del Banco Central de comenzar una política de subida de tipos de interés hemos visto el buen comportamiento de la divisa nipona. Mantenemos nuestro posicionamiento Neutral por ver diferencias entre las medidas que llevará a cabo el Banco Central en el corto plazo para solucionar los problemas derivados de una política de tipos de interés bajos y mantener el objetivo de inflación en el 2% frente al problema estructural de deuda a la que se enfrenta el país por motivos demográficos y su necesidad a largo plazo de mantener los tipos cercanos al cero.

Alternativos

Cabe destacar el buen comportamiento del oro que sigue superando niveles de cotización máximos mes a mes. Un escenario de bajada de tipos de interés además de la compra masiva por parte de Bancos Centrales que intenta desvincularse de su exposición al dólar, han llevado al oro a cotizar por encima de los 2.600 libras la onza. Creemos que el activo está sobrecomprado, por lo que tácticamente bajamos el posicionamiento a neutral- hasta que veamos una normalización en la cotización del activo. En su lugar, favorecemos tácticamente el posicionamiento en materias primas, haciendo especial foco en energía por la situación contraria, en la que el activo se encuentra atractivo por niveles de valoración.



Anexo

Estimaciones Macroeconómicas

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