

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVAS 2024

DICIEMBRE 2023

ÍNDICE

PERSPECTIVAS 2024 : RESUMEN EJECUTIVO	1
UN BREVE REPASO A 2023	2
ECONOMIA MUNDIAL RESISTENTE EN 2023 CON DIVERGENCIAS	3
PERSPECTIVAS PARA 2024	5
PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO MUNDIAL: ¿DEBEMOS TEMER UNA RECESIÓN EN 2024?	5
CHINA : CRECIMIENTO PREVISTO DEL 4,6% EN 2024	6
PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN MUNDIAL: EN DESCENSO CONSTANTE	7
PERSPECTIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA: CAMBIO HACIA RECORTES DE TIPOS.....	8
VALORACIÓN: LA INFLACIÓN Y LOS TIPOS DE INTERÉS, PRINCIPALES CATALIZADORES	10
RENTA VARIABLE ESTADOUNIDENSE: LA VALORACIÓN LIMITA LAS SUBIDAS.....	11
RENTA VARIABLE EUROPEA: A PUNTO DE SUPERAR A EE.UU.	12
RENTA VARIABLE JAPONESA: LA VALORACIÓN SIGUE MUY POR DEBAJO DE LA MEDIA.....	12
CONVICIONES DE INVERSIÓN PARA 2024.....	13
#1 – DEUDA CORPORATIVA DE MERCADOS EMERGENTES (DIVISA FUERTE): CARRY Y DIFERENCIALES ATRACTIVO	13
#2 – ALTO RENDIMIENTO: ALTA RENTABILIDAD TOTAL Y DIFERENCIALES ALGO MÁS ESTRECHOS	13
#3 – SMALL CAP O EQUAL-WEIGHTED EQUITIES: APOSTAR POR EL ALIENTO DEL MERCADO	14
#4 – CHINA: PERFIL FAVORABLE DE RIESGO Y RENTABILIDAD.....	14
CLASES DE ACTIVOS	15

Perspectivas 2024 : Resumen ejecutivo

El año 2024 estará marcado por la continua normalización de la política monetaria en todo el mundo, el aumento de las tensiones geopolíticas y la incertidumbre sobre el descenso de la inflación.

La subida de los tipos de interés y de los rendimientos de los bonos ha cambiado fundamentalmente la base de todas las decisiones de inversión. Este cambio de paradigma favorecerá a los inversores en renta fija, que se beneficiarán de mayores rendimientos esperados, pero debilitará aún más a los actores altamente endeudados, especialmente los gobiernos.

Aunque los tipos de interés han tocado techo, las presiones inflacionistas estructurales, como el aumento del proteccionismo o la transición energética, aumentarán sin duda el riesgo de una inflación superior a la que hemos visto en las últimas décadas.

A medida que nos adentramos en 2024, sin duda un año de cambios transformadores, la agilidad de los inversores será una baza para aprovechar las oportunidades que ofrecerán unos mercados volátiles en la búsqueda no sólo de la preservación del patrimonio, sino también del crecimiento real.

Perspectivas económicas

Crecimiento más lento, pero aún ligeramente por encima del potencial

El crecimiento de EE.UU. superará al de los países desarrollados

El crecimiento de China se revisa al alza al 4,6% en 2024

La inflación general cae en todas las economías del G-10 excepto en Japón

La inflación subyacente también ha caído, pero a un ritmo más lento

Los bancos centrales desarrollados han llegado al final de su ciclo de subidas

Japón inicia la normalización de su política monetaria

Mejores oportunidades de inversión

Los elevados rendimientos nominales y reales permiten bloquear los flujos de tesorería

Parte delantera de la curva atractiva debido a una curva de rendimientos plana más allá de los 3 años

Los recortes de los tipos de interés restan atractivo al efectivo

La deuda corporativa de los mercados emergentes ofrece un carry atractivo

Los rendimientos en torno al 8% para el alto rendimiento son poco frecuentes y van seguidos de rentabilidades de dos dígitos

La renta variable europea superará a la estadounidense

Pequeñas capitalizaciones o índices equiponderado cotizan con un descuento significativo respecto a las grandes capitalizaciones

Perfil de riesgo/remuneración favorable para la renta variable china

Principales riesgos

El aumento de la inflación podría retrasar la bajada de tipos de los bancos centrales

El gasto de los consumidores estadounidenses se ralentiza bruscamente

Persisten los problemas económicos en China

Tensiones y conflictos geopolíticos incontrolados

Un breve repaso a 2023

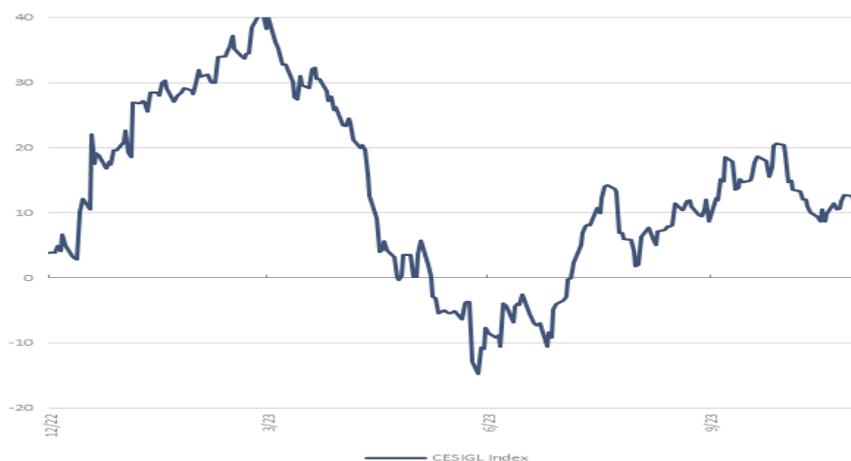
La transición a un mundo de tipos de interés más altos de lo que estábamos acostumbrados desde la Crisis Financiera Mundial (CFM) y la pandemia del Covid-19 ha continuado. Este cambio de paradigma tiene y tendrá un profundo impacto en las economías y en el panorama inversor.

Unos tipos de interés más altos reducen la capacidad de endeudamiento de los hogares y las empresas, pero sobre todo aumentan la carga de intereses de los gobiernos, cuyos déficits presupuestarios han aumentado en los últimos años hasta niveles difíciles de sostener sin una mayor ortodoxia fiscal.

Desde hace dos años hasta octubre, los mercados mundiales de renta fija han reajustado el precio de la transición a unos tipos de interés más altos, un proceso doloroso que ha dejado a los inversores en renta fija con fuertes pérdidas.

A pesar del endurecimiento de las condiciones monetarias, el crecimiento económico mundial, liderado por Estados Unidos, ha sido mucho más resistente, recuperándose lentamente de las perturbaciones causadas por la pandemia y superando los pronósticos, incluidas las expectativas más optimistas para el año.

Recuadro 1: Índice de sorpresa económica mundial



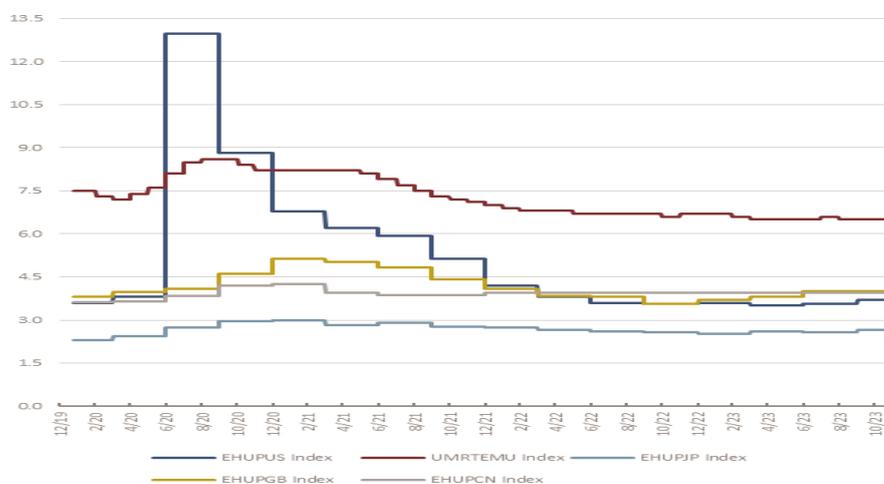
Fuente: Bloomberg

Estas sorpresas positivas, sobre todo en el primer trimestre de 2023 (Recuadro 1), se produjeron a pesar de las importantes perturbaciones provocadas por las guerras (en Ucrania y, más recientemente, en Gaza), un ciclo mundial de endurecimiento sin precedentes para luchar contra la inflación y las tensiones bancarias tras la quiebra del Silicon Valley Bank (SVB).

En las economías avanzadas, Estados Unidos ha sorprendido al alza, mientras que la actividad en la zona del euro se ha revisado a la baja; aunque la producción de la zona del euro se ha recuperado efectivamente, sigue estando por debajo de los niveles anteriores a la pandemia, lo que refleja una mayor dependencia de los precios de la energía importada y el choque adverso de los términos de intercambio causado por la guerra en Ucrania.

Parte de la divergencia entre las principales economías en términos de producción y consumo se debe al mercado laboral.

Gráfico 2: Tasa de desempleo (%)



Fuente: Bloomberg

Índice EHUPUS: Taux de chômage aux États-Unis (%) – **Índice UMRTEMU:** Eurostat Unemployment Eurozone SA – **Índice EHUPJP:** Japan Unemployment Rate (%) – **Índice EHUPGB:** UK Unemployment Rate (%) – **Índice EHUPCN:** China Unemployment Rate (%)

Economía mundial resistente en 2023 con divergencias

Estados Unidos : Fortaleza económica

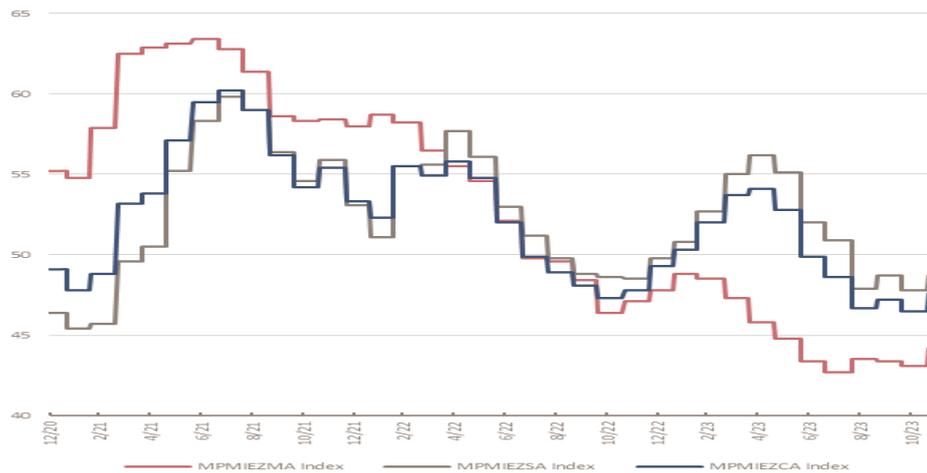
Los buenos resultados de la economía estadounidense, con un crecimiento del PIB real del 5,2% en el tercer trimestre, por encima de su crecimiento anterior a la crisis, se han visto impulsados por el consumo privado y la inversión. La confianza de los hogares, respaldada por la rigidez del mercado laboral estadounidense, ha apoyado la renta real disponible, así como el exceso de ahorro procedente de las transferencias relacionadas con la pandemia. Por último, EE.UU. está más aislado de la subida de los precios de la energía.

Eurozona: Recesión y retos

La economía de la eurozona se contrajo un 0,1% en el tercer trimestre y se espera que vuelva a contraerse a finales de 2023, confirmando una recesión. La producción industrial de la eurozona se contrajo más de lo previsto en octubre, con una caída interanual del 6,6%,

mientras que las encuestas del índice compuesto de gestores de compras, en particular el componente manufacturero, se sitúan en territorio de contracción para el conjunto de 2023.

Recuadro 3: Índice de gestores de compras (PMI) de la zona euro

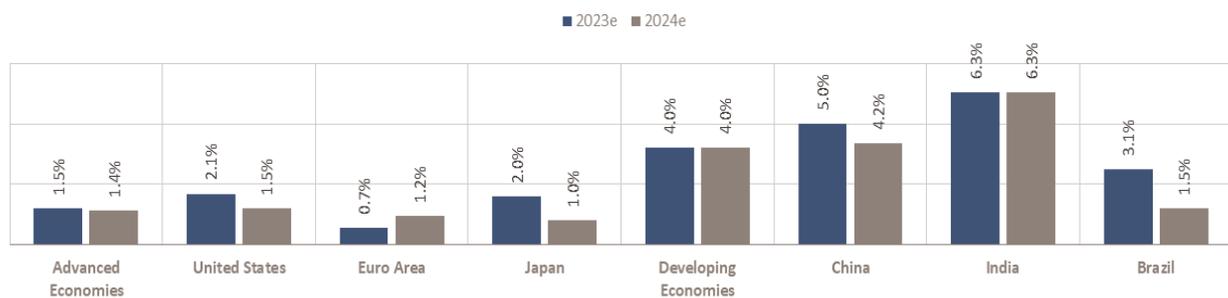


Perspectivas para 2024

Perspectivas de crecimiento mundial: ¿Debemos temer una recesión en 2024?

Según las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional, la producción mundial se desacelerará del 3,5% en 2022 al 3,0% en 2023 y al 2,9% en 2024 sobre una base anual, ligeramente por encima del crecimiento potencial mundial. Con una previsión de crecimiento del 4,0% en los mercados emergentes (ME) y del 1,5% en los mercados desarrollados (MD), la recuperación de la prima de crecimiento, la diferencia entre el crecimiento económico de los ME y el de los MD, continuará en 2024 y se espera que alcance su nivel más alto en cinco años. El aumento de la diferencia en el crecimiento interanual previsto del PIB real debería aumentar el atractivo de los mercados emergentes para los flujos mundiales de capital.

Recuadro 4: Previsión de crecimiento del PIB real (a/a, %)



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Perspectivas de la economía mundial - octubre de 2023

A pesar de todas las noticias positivas sobre el crecimiento y la inflación a lo largo de 2023, el pronosticador medio sitúa la probabilidad de una recesión en los próximos 12 meses en torno al 50%, en línea con algunos indicadores adelantados que sugieren que los riesgos de recesión siguen siendo elevados en EE.UU. y Europa.

Una vez más, se espera que el crecimiento de EE.UU. supere al de sus homólogos de MD y ahora se prevé que alcance el 1,5% en 2024, en línea con el crecimiento potencial de la economía estadounidense. La primera razón es que la menor inflación general y un mercado laboral aún robusto deberían contribuir a la renta real disponible, mientras que en la zona del euro y el Reino Unido será la caída de los precios de la energía lo que aliviará la presión sobre los ingresos de los hogares. La segunda fuente de optimismo sobre el crecimiento está relacionada con el menor impacto del endurecimiento de las condiciones financieras sobre la tasa de crecimiento de la economía. La tercera fuente es la expectativa de un repunte de la actividad manufacturera, debido en gran parte al fin del ciclo de desabastecimiento y al impacto de un repunte en China. Por último, puede que los bancos centrales no necesiten empujar la economía a la recesión para que la inflación vuelva a su objetivo del 2%.

Aunque el periodo de subida de los tipos de interés parece haber quedado atrás, la economía europea sentirá todo el impacto de este endurecimiento monetario en 2024. El mecanismo de transmisión monetaria seguirá teniendo un profundo impacto en la economía de la zona del euro en 2024. La oferta monetaria en sentido amplio sigue contrayéndose a un ritmo anual sólo visto en 2009. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a hogares y empresas han aumentado rápidamente y el euro se ha apreciado frente a las monedas de los principales socios comerciales desde finales del verano.

El debilitamiento del entorno económico aún no se ha traducido en un mercado laboral más débil, mientras que la inversión sigue viéndose respaldada por los problemas de oferta en 2021-2022. Estos factores han compensado el impacto del endurecimiento de las condiciones monetarias, pero no contribuirán en la misma medida en 2024. Los primeros signos de debilidad en el mercado laboral acabarán reflejándose en una mayor tasa de desempleo.

Se espera que la economía japonesa crezca entre un 1,0 y un 1,5% en 2024, por debajo del 2% de 2023, antes de acelerarse de nuevo en 2025. El ritmo de crecimiento, aparentemente poco alentador, sigue estando por encima de la tasa de crecimiento potencial, en torno al 0,9%. Se espera un repunte del consumo privado, apoyado por el crecimiento salarial y las rebajas fiscales.

China : Crecimiento previsto del 4,6% en 2024

La economía china lleva perdiendo fuelle desde el segundo trimestre de 2023 y se enfrenta a numerosos vientos en contra, como el aumento de la deuda de los gobiernos locales, un mercado inmobiliario en crisis y una demanda tibia tanto dentro como fuera del país.

Sin embargo, según el FMI, la economía china crecerá un 5,4% en 2023, frente a una previsión anterior del 5,0%. Se espera que la persistente debilidad del sector inmobiliario y la moderación de la demanda mundial limiten el crecimiento del PIB al 4,6% en 2024, todavía mejor que la previsión del 4,2% realizada en octubre. El crecimiento revisado refleja las nuevas políticas de apoyo anunciadas recientemente.

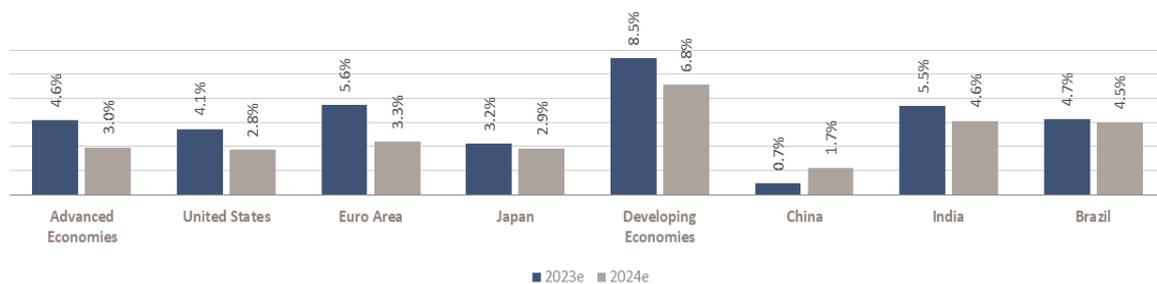
Estas medidas incluyen la aceleración de la salida de los promotores inmobiliarios no rentables, la eliminación de los obstáculos al ajuste de los precios de la vivienda y el aumento de la financiación del Gobierno central para la construcción de viviendas. El aumento del gasto público respaldará la actividad económica en 2024, en particular la reciente medida de las autoridades para apoyar al sector inmobiliario.

En un raro ajuste, China elevó su objetivo de déficit presupuestario para 2023 al 3,8% del producto interior bruto (PIB) desde el 3,0% original, tras desvelar un plan para emitir 1 billón de yuanes (139.230 millones de dólares) de bonos del Estado para apoyar la recuperación económica. El margen de maniobra fiscal y monetario sigue siendo amplio, gracias a la baja inflación de los precios al consumo y a un nivel de deuda pública central no demasiado elevado y envidiable comparado con el de Estados Unidos.

Perspectivas de inflación mundial: En descenso constante

La inflación general y la subyacente están bajando en todas las economías del G10 excepto en Japón, tendencia que se espera que continúe hasta 2024. Según las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional, la inflación mundial descenderá de forma constante del 8,7% en 2022 al 6,9% en 2023 y al 5,8% en 2024. La inflación subyacente también ha caído, pero a un ritmo más lento. Así pues, los bancos centrales han realizado más de tres cuartas partes del ajuste necesario para que la inflación vuelva a sus objetivos.

Recuadro 5: Previsión del Índice de Precios de Consumo (IPC) (a/a, %)



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Perspectivas de la economía mundial - octubre de 2023

Basándonos en nuestra evaluación independiente de los componentes del IPC, confiamos en que la inflación estadounidense siga disminuyendo desde el 3% actual hasta un nivel compatible con el objetivo del 2% de la Fed a finales de 2024. Las razones de nuestro optimismo son, en primer lugar, los indicadores adelantados del IPC de vivienda, que apuntan a una mayor relajación del componente de inflación, y, en segundo lugar, el componente de servicios excluidos los servicios de vivienda y energía, cuyo principal componente es el mercado laboral, que por fin muestra signos de relajación.

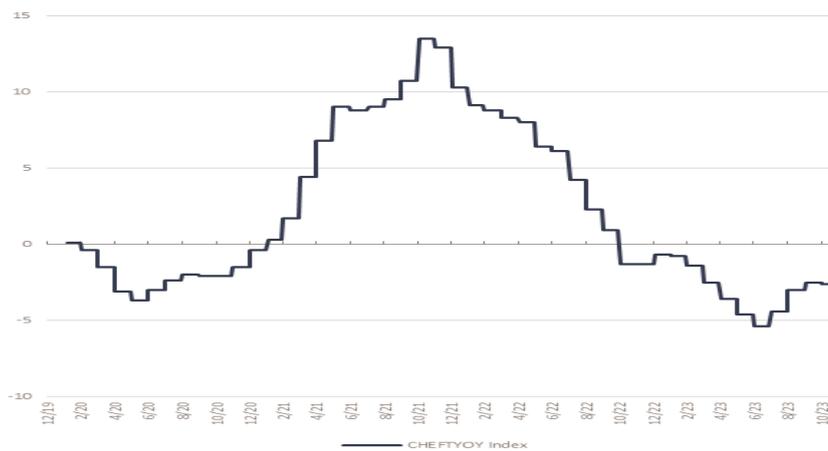
La inflación de la zona euro ha caído bruscamente a lo largo de 2023. Tras alcanzar un máximo del 10,6% interanual en octubre de 2022, ha caído al 2,4% aproximadamente un año después. El hecho de que la inflación haya tocado techo es una noticia claramente positiva, pero el limitado estímulo fiscal, los elevados precios de la energía y las subidas de los tipos de interés han llevado a la economía de la zona euro al borde de la recesión. En su reunión de diciembre, el BCE rebajó su previsión de inflación para 2024 del 3,2% al 2,7%, pero subrayó que la desinflación no se logrará en línea recta y que es probable que la inflación repunte a corto plazo.

Tras años de deflación crónica, Japón entra por fin en un entorno inflacionista. En 2023, la inflación se dispara, impulsada en gran medida por la subida de los precios de las materias primas y una política monetaria extremadamente laxa. De cara a 2024, los factores del lado de la demanda, como el crecimiento salarial y el consumo privado, desempeñarán un papel más importante. Se espera que el IPC subyacente se mantenga por encima del 2,0% en 2024, lo que debería conducir finalmente a un endurecimiento de las condiciones monetarias.

China ha entrado recientemente en deflación, convirtiéndose en un caso atípico en el proceso de recuperación tras la pandemia. El índice de precios al consumo (IPC) cayó un 0,5% anual en

noviembre. Se trata de la mayor caída en tres años. China lleva algún tiempo luchando contra la debilidad de los precios debido a un mercado inmobiliario en dificultades y a la debilidad del consumo. Esta espiral deflacionista está arrastrando a la economía, ya que los consumidores y las empresas dejan de comprar o invertir en previsión de precios más bajos en el futuro. El Índice de Precios de Producción (IPP), que refleja los precios de los productos básicos y las materias primas, cayó un 3% en noviembre, el decimocuarto mes consecutivo de descenso.

Recuadro 6: Índice de precios de producción en China (interanual)



Fuente: Bloomberg
 Índice CHEFTYOY : China PPI YoY

Sin embargo, es importante subrayar que las débiles cifras recientes del IPC se debieron en parte al desplome de los precios del cerdo. El llamado IPC subyacente, que excluye elementos volátiles como los alimentos y la energía, subió un 0,6% interanual en noviembre, al igual que el mes anterior.

Perspectivas de la política monetaria: Cambio hacia recortes de tipos

Tras un periodo sin precedentes de rápido y contundente endurecimiento monetario, los principales bancos centrales del mundo desarrollado, salvo Japón, han dejado de subir los tipos de interés, pero parecen dispuestos a mantenerlos más tiempo. Si los tipos de interés han tocado techo, la cuestión es si los bancos centrales pueden ganar su batalla contra la inflación sin desencadenar una recesión.

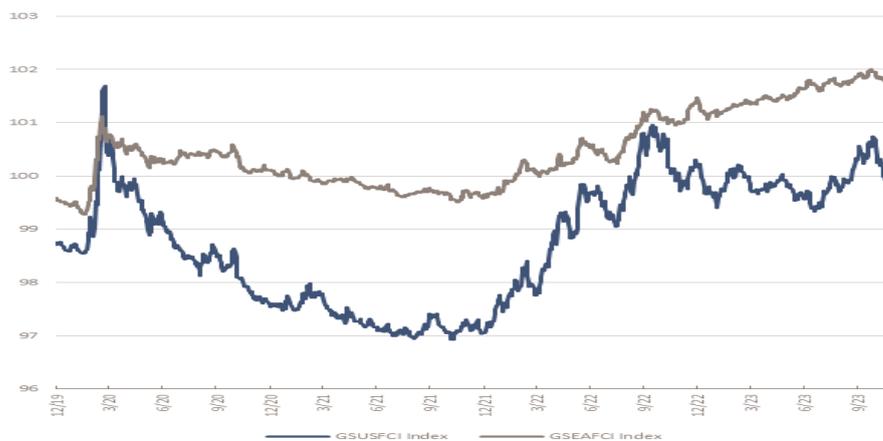
El dilema para los bancos centrales, al menos en la mayoría de las economías desarrolladas, consiste en equilibrar el nivel de los tipos de interés oficiales entre unas condiciones demasiado restrictivas, que provocarían un aterrizaje doloroso para la economía, o demasiado expansivas, que podrían provocar un retorno de la inflación que exigiría un mayor endurecimiento monetario.

En EE.UU., la Fed ha llegado al final de su ciclo de subidas al materializarse la tendencia desinflacionista, pero el fuerte impulso económico reducirá la urgencia de recortar los tipos y podría retrasar la primera bajada de tipos hasta el 4T 2024. Sin embargo, una clara tendencia hacia una mayor desinflación en los próximos meses o trimestres crearía un entorno favorable

para que la Fed bajara gradualmente los tipos de interés oficiales, incluso en ausencia de recesión, para mantener las condiciones monetarias y los tipos de interés reales en su nivel actual (en torno al 2,2%).

En la eurozona y el Reino Unido, la combinación de un menor impulso del crecimiento y unas condiciones financieras más restrictivas ha permitido al Banco Central Europeo (BCE) y al Banco de Inglaterra (BoE) hacer una pausa en los niveles actuales antes de pivotar hacia la relajación en el tercer trimestre de 2024, posiblemente incluso antes.

Recuadro 7: Índice de condiciones financieras



Fuente: Bloomberg

Índice GSUSFCI: Índice GS de las condiciones financieras en EE.UU – **Índice GSEAFICI:** Índice GS de las condiciones financieras de la zona del euro

A través del prisma de los índices PMI, el crecimiento económico europeo es preocupante. La situación del crecimiento, unida a una caída significativa de la inflación, podría llevar al BCE a recortar sus tipos directores antes que la Fed.

El Banco Nacional Suizo (BNS) mantuvo sin cambios su tipo de interés oficial en el 1,75% en diciembre, reconociendo que las presiones inflacionistas se han atenuado. Las nuevas previsiones de inflación son inferiores a las de septiembre, debido a la menor presión inflacionista procedente del exterior. El Banco Nacional Suizo suprimió algunas de las cláusulas relativas a la venta de divisas. Este cambio deja al banco flexibilidad para vender CHF en el mercado y está menos interesado en una moneda más fuerte.

La normalización de la política monetaria está en marcha en Japón. Se espera que el Banco de Japón aumente su tipo de interés a un día, actualmente en -0,1%, hasta el 0% en el segundo trimestre de 2024, posiblemente seguido de una subida de 25 puntos básicos en julio. Es probable que se mantenga un control suave de la curva de rendimientos hasta mediados de 2025. La normalización de la política monetaria y fiscal es arriesgada, especialmente tras la transición de “cero” al crecimiento. Cualquier endurecimiento prematuro pondría en peligro esta transición de régimen, mientras que una subida incontrolada de los precios presionaría al alza los tipos de interés, socavando las finanzas del Banco de Japón y potencialmente la estabilidad general del sistema financiero japonés.

En los mercados emergentes, la inflación ha empezado a bajar, pero la batalla aún no se ha ganado de forma decisiva. Por el momento, el proceso de desinflación será más gradual que en el primer semestre de 2023. Este proceso de desinflación más lento dejará los niveles de inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales en muchos países, por lo que, aunque algunos bancos centrales de ME han empezado a suavizar su política, y esta tendencia podría ampliarse, los tipos de interés oficiales podrían mantenerse por encima del nivel neutral en varios países a lo largo de 2024.

Al mismo tiempo, la política fiscal es más neutra que en el mundo desarrollado, aunque las diferencias son sustanciales. Por último, la política de relajación de la Fed en 2024 es favorable para los mercados emergentes. El gobernador del banco central chino confirmó que el Banco Popular de China (PBOC) seguirá siendo acomodaticio para apoyar la economía mediante recortes de los tipos de interés e inyecciones de liquidez.

Valoración: La inflación y los tipos de interés, principales catalizadores

Los mercados mundiales de renta variable subieron un 16,9% en moneda local a finales de noviembre. Estos resultados relativamente buenos se lograron tras las importantes caídas registradas en abril y octubre. Aunque es posible que los tipos de interés se moderen por las menores presiones inflacionistas, el complejo panorama geopolítico sigue siendo una amenaza potencial para las cadenas de suministro mundiales y el abastecimiento energético.

Las inversiones equivalentes al efectivo han proporcionado rendimientos relativamente elevados, ya que los bancos centrales han endurecido los tipos más de lo previsto inicialmente. Aunque los rendimientos a corto plazo sigan siendo atractivos, los recortes de tipos previstos y, por tanto, los cambios en la forma de la curva de rendimientos reducirán el atractivo de mantener efectivo, ya que representa un coste de oportunidad.

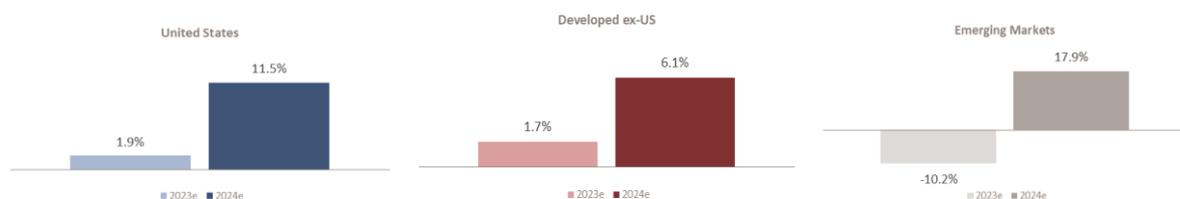
Los altos rendimientos nominales y los atractivos rendimientos reales ofrecen a los inversores en renta fija la oportunidad de asegurar flujos de tesorería a largo plazo. Una estructura de rendimientos relativamente plana en todos los vencimientos hace que la parte delantera de la curva sea especialmente atractiva, pero reconocemos que la posible normalización de la curva requerirá una sensibilidad suficiente a los tipos de interés, es decir, la duración, ya que con el tiempo se convertirá en un factor positivo de la rentabilidad total. En consecuencia, la deuda pública a medio plazo y los bonos corporativos con grado de inversión deberían beneficiarse enormemente en un escenario de aterrizaje suave, al tiempo que ofrecen una mitigación de la caída en caso de una desaceleración económica más profunda.

El sector corporativo con grado de inversión se beneficia de unos balances sólidos y unas necesidades de refinanciación reducidas. Por lo tanto, en un entorno de crecimiento más lento, los inversores en bonos corporativos de alta calidad deberían esperar rendimientos totales cercanos a los rendimientos iniciales. Los rendimientos actuales son atractivos y si los rendimientos de la deuda pública caen debido a una desaceleración económica más pronunciada, la duración relativa favorable del sector de grado de inversión en comparación con los bonos de alto rendimiento generará plusvalías que compensarán la ampliación de los diferenciales de crédito.

Históricamente, el sector de alto rendimiento ha obtenido buenos resultados en un entorno de crecimiento estable. Incluso si los diferenciales se amplían en respuesta a riesgos de recesión más profundos, el carry respaldará la rentabilidad total. El riesgo de refinanciación es ciertamente más prevalente que en el universo de grado de inversión, pero el muro de vencimientos de 2025-2026 no será una preocupación importante para el mercado antes de la segunda mitad del próximo año.

Tras un 2022 negativo, impulsado por el inicio del endurecimiento monetario por parte de la Fed, los mercados de renta variable repuntaron con fuerza en 2023, pero con importantes diferencias de comportamiento entre regiones y dentro de ellas. 2024 también será probablemente un año difícil. Los interrogantes sobre el gasto de los hogares a medida que se gasta el exceso de ahorro, el aumento de las tensiones geopolíticas y una agenda electoral cargada, provocarán sin duda un episodio de volatilidad.

Recuadro 8: Crecimiento anual estimado de los beneficios



Fuente: Bloomberg, Factset

Renta variable estadounidense: La valoración limita las subidas

A estos niveles, hay buenas razones para ser prudentes. Incluso si el mercado actual refleja un entorno económico más débil para 2024, por ejemplo, un crecimiento del PIB real estadounidense del 1,5%, ofrece un margen limitado para una expansión múltiple desde los niveles actuales.

En cuanto a los beneficios, el BPA de consenso para 2024 se sitúa en 245 \$, lo que representa un aumento de alrededor del 11% interanual, y en 273 \$ (también +11%) para 2025. El mercado cotiza actualmente a un múltiplo PER de 19 veces, mientras que el índice equiponderado se sitúa en el percentil 74 desde 1976. La prima de valoración del índice de gran capitalización sobre el índice de igual ponderación es del 27%, muy por encima de las medias históricas.

Sin embargo, fuera de las mega capitalizaciones estadounidenses, las valoraciones parecen menos tensas en relación con la historia, mientras que la prima de riesgo de la renta variable (ERP) está en línea con periodos anteriores de tipos de interés más altos.

Con un 5,5%, el bono del Tesoro a tres meses está en línea con el rendimiento de los beneficios del S&P500. Los 7 Magníficos tienen un crecimiento de ventas previsto más rápido, márgenes más elevados, un mayor coeficiente de reinversión y cotizan con una valoración relativa en línea con las medias históricas, por ejemplo, un coeficiente PEG relativo de 0,9x. Sin embargo, seguimos siendo cautelosamente optimistas sobre este subsegmento del mercado, ya que la relación riesgo/beneficio no es especialmente atractiva dadas las elevadas expectativas.

Renta variable europea: A punto de superar a EE.UU.

La repercusión de la subida de los tipos de interés ha sido mucho más rápida que en Estados Unidos, lo que ha afectado a la confianza de los consumidores. Sin embargo, los mercados de renta variable europeos siguen teniendo una valoración atractiva en comparación con otros mercados de renta variable y con la renta fija.

Las valoraciones actuales siguen siendo favorables para la renta variable europea. A 12,5 veces los beneficios futuros, cotizan por debajo de su media a largo plazo y con un descuento sustancial del 23% con respecto al índice mundial de todos los países. El consenso sobre el crecimiento de los beneficios es del 6% en 2024 y del 9% en 2025, a pesar del crecimiento anémico y del sentimiento negativo sobre la dinámica macroeconómica, pero cabe señalar que más del 40% de los beneficios proceden de regiones de crecimiento más rápido.

Algunos de los principales vientos en contra a los que podría enfrentarse la renta variable europea son un menor impulso del crecimiento que en EE.UU. , la elevada sensibilidad de las economías europeas a las perturbaciones externas y el peso del crecimiento impulsado por las exportaciones, especialmente a China.

Renta variable japonesa: La valoración sigue muy por debajo de la media

Los índices japoneses han alcanzado sus niveles más altos desde 1990. El repunte de la inflación ha dado a las empresas la oportunidad de subir los precios, lo que puede impulsar las ventas y, por tanto, los beneficios. Es probable que las negociaciones salariales del próximo año se traduzcan en subidas salariales, lo que podría animar a los consumidores a gastar más. Este efecto positivo sobre la demanda de los hogares se verá acompañado por el gasto público y unas expectativas favorables para las exportaciones, estimuladas por la debilidad del yen y la tendencia al "friend-shoring".

Otro motor positivo para la renta variable japonesa han sido las reformas de la gobernanza de la Bolsa de Tokio (TSE) destinadas a mejorar las prácticas de gestión, que sin duda han actuado como catalizador para los inversores. A raíz de estas reformas, la renta variable japonesa atrajo más de 53.000 millones de USD de flujos de inversión extranjera de abril a junio y se benefició de los comentarios constructivos de Warren Buffett sobre la renta variable japonesa.

C

onvicciones de inversión para 2024

#1 – Deuda corporativa de mercados emergentes (divisa fuerte): Carry y diferenciales atractivos

Es probable que los tipos de interés mundiales hayan tocado techo en octubre, ya que tanto la economía mundial como la inflación se ralentizan moderadamente, lo que permitirá a los bancos centrales cambiar finalmente a una postura más pesimista, y ahora se esperan los primeros recortes de tipos para el primer trimestre en EE.UU. Muchos bancos centrales de mercados emergentes ya han empezado a recortar los tipos y, por tanto, se encuentran en una fase avanzada de normalización monetaria en comparación con el mundo desarrollado. Los recientes comentarios de la Fed han creado una oportunidad de compra para la deuda de los mercados emergentes. Por ello, incluimos la deuda corporativa de mercados emergentes entre nuestras principales convicciones dentro de la renta fija para 2024.

Los emisores de los mercados emergentes se beneficiarán del descenso de los rendimientos del Tesoro estadounidense, mientras que los diferenciales deberían mantenerse en los niveles actuales o estrecharse ligeramente si prevalece el escenario de aterrizaje suave. Si el sector con grado de inversión es el principal beneficiario de la caída de los tipos, el riesgo de impago de los emisores de alto rendimiento se reduciría en gran medida. En consecuencia, el crédito de los mercados emergentes ofrece niveles de rendimiento atractivos con diferenciales superiores a su media histórica.

#2 – Alto rendimiento: Alta rentabilidad total y diferenciales algo más estrechos

Nuestra hipótesis de base es una modesta ralentización de la actividad económica en el primer semestre del año próximo, pero en esta fase descartamos una recesión en toda regla en Estados Unidos. Aunque los rendimientos de los bonos han mejorado significativamente, los diferenciales se han estrechado y se mantienen cerca de las medias históricas.

Este ajuste al alza de los rendimientos - rendimiento del 7,84% para el high yield estadounidense¹ - no sólo ha mejorado la rentabilidad total potencial de los inversores, tipo sin riesgo más diferencial, sino también su capacidad para absorber choques negativos. Los rendimientos en torno al 8% son relativamente raros. Históricamente, cuando los rendimientos han alcanzado estos niveles, la rentabilidad total a 12 meses ha sido positiva, con rendimientos medios de dos dígitos.

Las métricas crediticias sufrirán inevitablemente a medida que la deuda más cara sustituya a la más antigua, pero los ratios de cobertura de intereses se mantienen muy por encima de los niveles históricos. Se espera que los impagos totales se sitúen entre el 4,0% y el 4,5% en 2024 para el alto rendimiento, en línea con la media a largo plazo.

El final del ciclo de endurecimiento y las expectativas de recortes de los tipos de interés el próximo año nos han llevado a reequilibrar el componente de tipos de interés de nuestras tenencias de bonos. Sin embargo, dada la curva de rendimientos casi plana más allá de los tres años, preferimos los bonos a medio plazo de emisores de mayor calificación.

¹ Bloomberg US High Yield a 18 de diciembre de 2023

#3 – Small Cap o Equal-Weighted Equities: Apostar por el aliento del mercado

En los últimos 25 años, las empresas de pequeña capitalización de los mercados desarrollados han superado a las de gran capitalización, pero en 2023 y hasta noviembre se rezagaron un 12%, uno de los peores periodos de los índices ponderados por igual en 20 años.

Creemos que volverán a su comportamiento histórico y ofrecerán rentabilidades atractivas dada su valoración de partida en relación con las grandes capitalizaciones (PER en el percentil 3 durante los últimos 20 años); aunque las pequeñas capitalizaciones suelen tener balances más débiles que las grandes, el actual descuento de valoración proporciona un colchón significativo de cara al futuro. En EE.UU., la valoración del índice ponderado por capitalización bursátil es de 19,4 veces el PER futuro, frente a las 15,7 veces del índice ponderado por el mismo valor.

Además, las empresas de pequeña capitalización suelen obtener buenos resultados en las primeras fases de un nuevo ciclo económico. Con unos tipos de interés que ciertamente han tocado techo e incluso se espera que bajen en 2024, sectores como el inmobiliario, el industrial y el de materiales, bien representados en los índices de pequeña capitalización, deberían por tanto impulsar el rendimiento. Por último, la tendencia desinflacionista debería respaldar la mejora de los fundamentales, como los márgenes e incluso los beneficios por acción.

#4 – China: Perfil favorable de riesgo y rentabilidad

La ralentización de la actividad económica, el desplome del sector inmobiliario con su impacto negativo en la confianza de los hogares, y las tensiones entre EE.UU. y China han empujado las valoraciones de las acciones chinas cerca de mínimos históricos.

Aunque todas estas incertidumbres han justificado en parte la rebaja de la calificación de la renta variable china, probablemente se ha ido demasiado lejos. De hecho, los datos recientes han mostrado algunos signos de estabilización. A pesar de la perturbación de la actividad económica china en 2023, la opinión de consenso sigue siendo que China alcanzará un crecimiento real del PIB del 5,2% en 2023 y del 4,5% en 2024.

Nos han tranquilizado las recientes medidas políticas, aunque todavía demasiado tímidas, para hacer frente a las tensiones financieras del sector inmobiliario y el posible margen de maniobra que ofrece el pivote de la política monetaria de la Fed, que permitirá al PBOC aumentar el estímulo monetario sin arriesgarse a ejercer una presión excesiva sobre el renminbi chino.

La caída de la renta variable en 2023, -9,7% frente al +16,6% de la renta variable mundial en dólares, ha devuelto las valoraciones a los niveles deprimidos observados a finales de 2022. Desde una perspectiva de valoración, el mercado chino cotiza actualmente con un descuento de más del 40% en comparación con el mercado estadounidense.

Clases de activos

Clase de activos		A 30/11	Perspectives para el primer semestre de 2024	
Renta fija	Gobierno Bonos	EE.UU	=	=/+
		UE	=	=/+
		REINO UNIDO	=	=
		CH	=	-
	Empresas Bonos	IG DE EE.UU.	=/+	+
		UE IG	=/+	+
		EE.UU. HY	+	+
		UE HY	+	+
	Deuda de mercados emergentes	HC	-/=	-/=
		LC	=	=
IG - HY		+	+	
Clase de activos		A 30/11	Perspectives para el primer semestre de 2024	
Renta variable	EE.UU. Grande	-/=	-/=	
	EE.UU. Pequeño	=/+	=/+	
	Europa Grande	=/+	=/+	
	Europa Pequeña	=/+	+	
	Suiza Grande	=	=	
	Suiza Pequeña	=/+	+	
	REINO UNIDO	=	=	
	Japón	=	-	
	Chine	-/=	+	
	India	=	=	
	Otros ME	=	=	
Materias primas	=/-	=/-		
Divisas (USD vs. G10)	=	=/-		

(-) Negativo, (=) Neutro, (+) Positivo

DISCLAIMER

The Forum Finance Group S.A. (FFG) is authorised by FINMA as asset manager and registered with the SEC as investment adviser. Although every care has been taken by The Forum Finance Group S.A. (FFG) to ensure the accuracy of the information published, no warranty can be given in respect of the accuracy, reliability, up-to-datedness or completeness of this information. FFG disclaims, without limitation, all liability for any loss or damage of any kind, including any direct, indirect or consequential damages, which might be incurred through the use of this document. The entire content of this document is subject to copyright with all rights reserved. You may not reproduce (in whole or in part), transmit (by electronic means or otherwise), modify, or use for any public or commercial purpose this document without the prior written permission of FFG. Please go to www.ffgg.com for our full disclaimer.

FFG

FORUM FINANCE

1994

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône — CH-1204 Ginebra — P.O Box — CH-1211 Geneva 3 — T +41 22 552 83 00

FFGG.COM