

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVAS SEGUNDO
SEMESTRE 2024

JUNIO 2024

ÍNDICE

Perspectivas 2º Semestre 2024	1
Primer Semestre 2024	3
Perspectivas de mitad de año	7
<i>Perspectivas de crecimiento mundial: El crecimiento mundial se mantendrá estable</i>	7
<i>Perspectivas de inflación mundial: Tendencia bajista, pero por encima del 2%</i>	8
<i>Perspectivas de la política monetaria: Menos recortes de lo previsto</i>	10
<i>Valoración de la renta fija: Todo sobre la curva de rendimientos</i>	12
<i>Valoración de acciones: En búsqueda del crecimiento de los beneficios</i>	13
<i>Renta variable estadounidense: Valoración sobrevalorada</i>	14
<i>Renta variable europea: Optimismo en un contexto procíclico</i>	15
Convicciones de inversión: 2º Semestre 2024	16
<i>#1 - Bonos del Estado a largo plazo: Rendimiento atractivo con protección</i>	16
<i>#2 - Deuda corporativa de mercados emergentes (divisa fuerte): Rendimiento y fundamentos atractivos</i>	17
<i>#3 - Los Cinco Fantásticos de la UE preferidos a los Siete Magníficos de EE. UU.</i>	18
<i>#4 - Añadir diversificación en nuestras carteras</i>	19
<i>#5 - Pequeñas y medianas capitalizaciones europeas y estadounidenses: Listas para rebotar</i>	20
Asignación por clases de activos - 2º Semestre 2024: Cambio a neutral	21

Perspectivas 2º Semestre 2024

Somos partidarios de un posicionamiento más equilibrado entre las distintas clases de activos en cada una de ellas. Creemos que los rendimientos de los bonos, incluidos los de los bonos del Estado - algo nuevo para este segmento - son atractivos. El “carry” crediticio es atractivo en relación con los fundamentales de las empresas, mientras que los bonos del Estado a largo plazo ofrecen protección en tiempos más difíciles, además de su rendimiento real.

Los datos económicos favorables y la perspectiva de recortes de los tipos de interés, es decir, los ingredientes de la narrativa del aterrizaje suave, junto con unos sólidos beneficios trimestrales, justifican una postura constructiva sobre los mercados de renta variable. Sin embargo, nos gustaría ver una participación más amplia en el repunte del mercado para reducir la fragilidad del ciclo alcista iniciado a principios de 2023.

Aunque mantenemos una asignación al sector tecnológico y a los famosos siete magníficos, estamos equilibrando nuestras carteras con una exposición a las pequeñas y medianas empresas y al estilo “value”, donde las valoraciones parecen ofrecer un importante potencial de recuperación.

Perspectivas económicas

Se rebajan las previsiones del PIB real de EE.UU. y Japón

Mejoran las de China y la zona euro

La relajación monetaria se generaliza

La Fed y el Banco de Inglaterra se mantendrán a la espera hasta septiembre y agosto, respectivamente

El gráfico de puntos del FOMC implica un único recorte de 25 puntos básicos a finales de año y cuatro en 2025

Fannie Mae predice que los tipos hipotecarios en EE.UU. promediarán el 7% en 2024

Principales riesgos

Ralentización más marcada en EE.UU. por el fuerte deterioro del mercado laboral

Se intensifica la guerra comercial entre EE.UU. y China y entre la UE y China

La crisis de la deuda soberana obliga a los gobiernos a recortar el gasto

La deriva populista en las urnas pone los cimientos de nuestras democracias a prueba

Convicciones de inversión

La renta fija suele ir bien cuando la Fed hace una pausa

La deuda pública a largo plazo como protección frente al temor a una nueva recesión

La dinámica de la inflación favorece a los tipos europeos frente a los estadounidenses (10 años +)

Los bonos corporativos de los mercados emergentes ofrecen mayores diferenciales y ventajas de diversificación

Preferir los Cinco Fantásticos de la UE a los Siete Magníficos de EE.UU.

Las pequeñas y medianas capitalizaciones ofrecen una valoración y una sensibilidad económica convincentes

Añadir un sesgo “value” por su valoración relativa y diversificación

R

Resumen ejecutivo

Los datos económicos publicados en el primer semestre de este año respaldan la opinión de que la economía estadounidense se encuentra en una senda de aterrizaje suave en torno al crecimiento potencial, mientras que la economía de la zona euro ha dado un giro, como demuestran la evolución del índice PMI compuesto (por encima de 50 desde hace 10 meses) y el índice de sorpresa económica de la zona del euro.

Este entorno de crecimiento robusto y cada vez más amplio va acompañado de una desinflación gradual, aunque más lenta de lo que esperábamos a principios de año, que debería acercarnos al objetivo último de inflación de los bancos centrales del 2%.

Sin embargo, cada vez observamos más divergencias en la política monetaria, tanto en términos de calendario como de amplitud, para hacer frente a los retos de las distintas regiones. Estas divergencias se materializaron en junio con el primer recorte del Banco Central Europeo (BCE), el segundo del Banco Nacional Suizo (BNS) y la estrategia "wait and see" de la Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra (BoE).

Aunque sigue habiendo incertidumbre tanto sobre el calendario - quizás septiembre para el primer recorte de la Fed como sobre la magnitud de los recortes - probablemente uno o dos en EE. UU. este año, las expectativas del mercado parecen más moderadas que a principios de año.

Este entorno de "Ricitos de oro" ha favorecido a los activos de riesgo, como demuestra el comportamiento del crédito y la renta variable. El ciclo económico estadounidense sigue siendo sólido, y los indicios de una mayor participación de regiones como Europa y China contribuirán a cerrar la brecha de crecimiento a medida que el crecimiento estadounidense se ralentice.

Tras haber sido excesivamente pesimista, el consenso ha adoptado ahora en gran medida la tesis del aterrizaje suave como escenario central, con una probabilidad superior al 60%. Aunque en líneas generales estamos de acuerdo con dicho escenario, reconocemos que se ha vuelto muy consensuado y ha sido adoptado por una gran parte de la comunidad financiera. Este amplio consenso sobre un ciclo globalmente favorable explica sin duda el bajo nivel de volatilidad observado en los mercados de renta variable.

Sin embargo, persisten muchos riesgos, algunos de los cuales pueden estar infravalorados. Después de estar en boca de todos los comentaristas, el riesgo de recesión casi ha desaparecido del radar, con una probabilidad de apenas el 10%. ¿Podrían ser las últimas cifras de empleo en EE. UU. una señal de que este escenario, que había dado paso al escenario de "no aterrizaje", está volviendo?

Breve reseña: Primer Semestre 2024

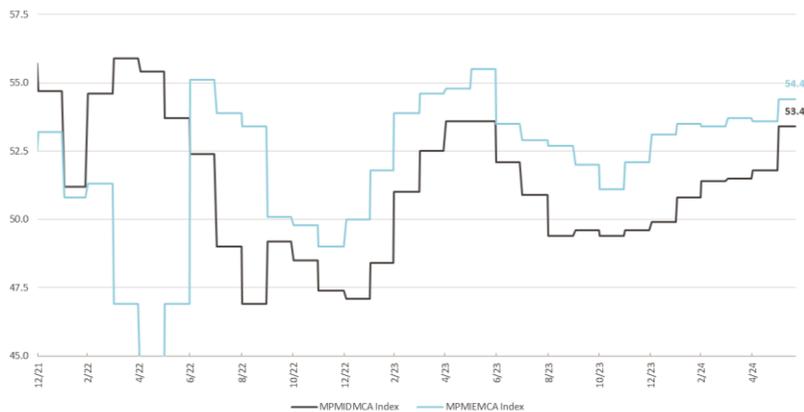
Crecimiento mundial: Un crecimiento robusto, aunque con menor impulso

El índice PMI adelantado de junio mostró que las principales economías desarrolladas del G4 (EE. UU., Reino Unido, zona euro y Japón) crecieron por séptimo mes consecutivo en junio. Sin embargo, se observaron notables divergencias en el crecimiento de las distintas regiones, con un sólido crecimiento continuado en EE. UU. que contrasta con una ralentización en Europa y Japón.

El crecimiento económico de los mercados emergentes (ME) se aceleró en el segundo trimestre a su ritmo más rápido en un año, respaldado por sólidas mejoras tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. El impulso del crecimiento amplió la racha de expansión a 17 meses.

Paralelamente a la mejora en los mercados desarrollados (MD), el crecimiento económico mundial se aceleró hasta un nivel compatible con una tasa de crecimiento anualizada del 3,4%, según los indicadores PMI.

Gráfico 1: Índice mundial de directores de compras (PMI)



Fuente: Bloomberg

Índice MPMIDMCA: PMI Compuesto de Mercados Desarrollados SA - Índice MPMIEMCA: PMI Compuesto de Mercados Emergentes SA

Inflación mundial: Estable en general

En el G7, la inflación interanual disminuyó ligeramente hasta el 2,9% en abril, volviendo a los niveles de enero y febrero de 2024. La inflación subyacente en el G7 cayó del 3,5% en marzo al 3,3% en abril, el nivel más bajo desde octubre de 2021.

En la zona euro, la inflación anual IPCA¹ se mantuvo estable en el 2,4% en abril. Los aumentos de precio de los alimentos y la energía se vieron compensados por un descenso de la inflación subyacente, que lleva nueve meses consecutivos a la baja.

¹ Índice de Precios de Consumo Armonizado

En Estados Unidos, el índice de precios al consumo se mantuvo sin cambios en mayo, aunque fue un 3,3% superior al del año anterior. Si se excluyen los volátiles precios de la alimentación y la energía, el IPC subyacente aumentó un 0,2% en el mes y un 3,4% en el año. El aumento de los precios se vio frenado por una caída del 2% en el índice energético y una subida de apenas el 0,1% en el índice alimentario.

Política monetaria: Senda divergente

Junio fue un mes muy esperado por los mercados, con varias reuniones de los bancos centrales en la agenda. El banco central de Canadá fue el primero del G7 en bajar los tipos 25 puntos básicos, hasta el 4,75%. Tras más de cinco años manteniendo los tipos altos, el Banco Central Europeo también inició su ciclo de relajación monetaria con un esperado recorte de 25 puntos básicos, hasta el 3,75%.

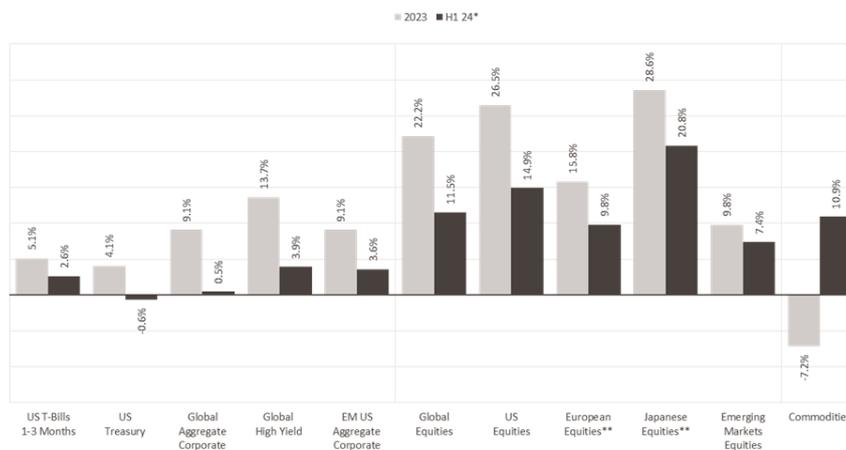
Entre los bancos centrales desarrollados, Suiza ha estado a la vanguardia del ciclo de relajación, recortando los tipos por segunda vez este año hasta el 1,25%, mientras que la Reserva Federal estadounidense ha mantenido los tipos sin cambios en una horquilla del 5,25% al 5,5%.

A pesar de estos recortes de tipos, los bancos centrales han reiterado su postura prudente, subrayando que siguen dependiendo de los datos y no han dado señales claras sobre lo que ocurrirá en las próximas reuniones.

Activos financieros: Fortaleza continuada para los activos de riesgo

En cuanto a los activos financieros, el primer semestre del año se caracterizó por la continua fortaleza de los activos de riesgo, con varios mercados de renta variable alcanzando máximos históricos durante el periodo.

Gráfico 2: Rentabilidad total en dólares estadounidenses



Fuente: Bloomberg - Nota: * A 27 de junio de 2024, ** En moneda local.

Tipos de interés - Los rendimientos del Tesoro estadounidense subieron en toda la curva, con el rendimiento del Tesoro a 10 años subiendo del 3,88% al 4,34% en el momento de redactar este informe. Europa no ha escapado a esta presión alcista. El rendimiento del bund alemán a 10 años subió 45 puntos básicos, hasta el 2,5%. La incertidumbre sobre las consecuencias políticas de la disolución de la Asamblea Nacional francesa provocó una ampliación inmediata del diferencial de crédito entre los rendimientos alemanes y franceses a 10 años. El diferencial se normalizó parcialmente hacia finales de junio, pero no volvió a su nivel inicial.

Crédito - La mayoría de los segmentos registraron rentabilidades positivas a pesar de las ventas masivas de la deuda pública de los mercados desarrollados. Los bonos de alto rendimiento de EE. UU. y Europa registraron las mayores rentabilidades, ya que los diferenciales de crédito siguieron estrechándose, compensando el impacto negativo del aumento de los rendimientos de la deuda pública. En cambio, los mercados de grado de inversión se mantuvieron prácticamente planos debido a su mayor sensibilidad a los movimientos de los rendimientos de la deuda pública.

Los bonos soberanos de los mercados emergentes obtuvieron resultados dispares, mientras que **los bonos corporativos de los mercados emergentes** tuvieron un buen primer semestre. El índice de deuda pública en moneda local cayó un 1,5% en dólares estadounidenses, por consecuencia del efecto de las divisas en un contexto de fortaleza del dólar estadounidense. El mercado de deuda pública en divisas fuertes registró un sólido rendimiento del 2,2%, impulsado en su totalidad por los emisores de alto rendimiento. Al igual que en los mercados de renta fija desarrollados, los bonos corporativos de los mercados emergentes registraron fuertes rendimientos, impulsados por el estrechamiento de los diferenciales de crédito. Este fue especialmente el caso de los emisores de alto rendimiento, que lideraron el rendimiento del índice con una rentabilidad del +6,2%.

Renta variable - En Estados Unidos, el índice de renta variable **de grandes capitalizaciones** volvió a registrar ganancias de dos dígitos durante el periodo, impulsado por los valores de inteligencia artificial, encabezados por Nvidia, que por sí solo ha subido más de un 150% en lo que va de año. Al mismo tiempo, el índice **equponderado** subió sólo un 4,6%, lo que sugiere que el alza del mercado estadounidense sigue siendo limitada.

En moneda local, los mercados de **renta variable europeos** estaban a la par de los estadounidenses a finales de mayo, gracias a una notable mejora de la actividad económica y a la creencia de que el BCE sería el primero en bajar los tipos de interés después del BNS. Todo iba según lo previsto y, efectivamente, el BCE recortó los tipos en su reunión de principios de junio, pero la irrupción del ultraderechista RN francés en las elecciones parlamentarias de la UE iba a cambiarlo todo. Nada más conocerse los resultados, el presidente francés anunció la disolución de la Asamblea Nacional y convocó elecciones anticipadas. La renta variable europea amplió su oleada de ventas ante el aumento del riesgo político en Francia, con el CAC 40 francés cayendo más de un 6%, su peor caída semanal desde la invasión rusa de Ucrania y borrando sus ganancias del 2024.

Aunque los **mercados emergentes** terminaron el primer semestre del año en terreno positivo, animados por el optimismo que rodea al escenario de desaceleración gradual de la economía estadounidense, la sucesión de nuevos máximos en los índices de renta variable de Estados Unidos y del boom en torno a la inteligencia artificial (Taiwán y Corea), sus resultados siguieron siendo inferiores a los de la renta variable de los mercados desarrollados.

Materias primas - Apoyado por las compras de los bancos centrales asiáticos, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y la perspectiva de una relajación monetaria, **el oro** subió un 11,4% desde principios de año. Alcanzó su máximo del periodo el 20 de mayo, con 2'438,5 dólares. La plata, considerada más especulativa, siguió una trayectoria similar, ganando un 5% en el mismo periodo.

El petróleo se vio respaldado durante el periodo por la decisión de los países productores de prorrogar los recortes voluntarios de la producción, lo que hace temer que el déficit del mercado petrolero a finales de este año sea mayor de lo previsto. Entre los industriales, el cobre tuvo un buen comportamiento, prolongando el impulso positivo del año pasado hasta el primer semestre de 2024, ya que la preocupación por la oferta pesó más que la decepción por el crecimiento chino.

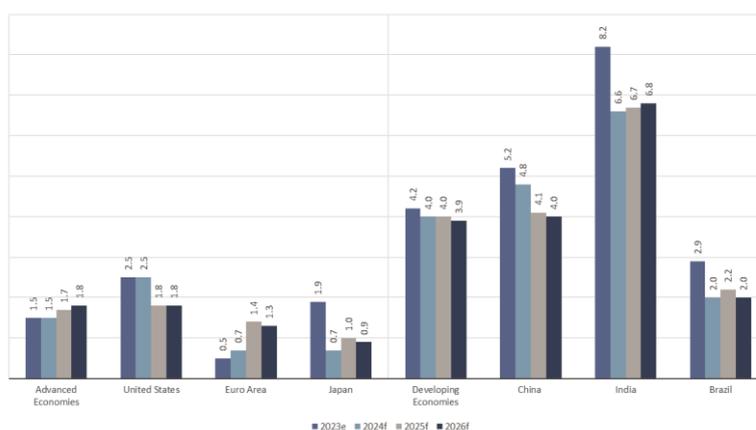
Perspectivas de mitad de año

Perspectivas de crecimiento mundial: El crecimiento mundial se mantendrá estable

El crecimiento mundial de las economías avanzadas se ha ralentizado del 2,6% de hace un año al 1,5% en 2023 y se espera que se mantenga en ese nivel en 2024, pero con diferencias significativas entre regiones, reflejando principalmente la atonía de la demanda interna en Europa y Japón. Se espera que este diferencial de crecimiento se reduzca en 2025, gracias al renovado vigor de la zona euro, combinado esta vez con una ligera ralentización hasta situarse en torno al potencial en Estados Unidos.

En Estados Unidos, los buenos resultados de la economía estadounidense han llevado a una revisión al alza de las expectativas de crecimiento. La tasa de crecimiento prevista para 2024 es ahora del 2,5%, lo que supone una revisión al alza de alrededor del 0,9% con respecto a las previsiones anteriores. En 2025, el crecimiento será más moderado, en torno al 1,8%, en línea o ligeramente por debajo del potencial de crecimiento de la economía estadounidense.

Gráfico 3: Previsión de crecimiento del PIB real (a/a, %)



Fuente: Banco Mundial - Global Economic Prospects - Junio 2024

Nota: e = estimación; f = previsión

La razón de la desaceleración prevista para 2025 se explica en gran medida por los efectos acumulados del endurecimiento monetario. Es probable que el elevado nivel de los tipos de interés reales reduzca la propensión de los hogares a gastar e invertir, especialmente en vivienda. Además, también se espera que contribuya a esta ralentización la relajación de las condiciones del mercado laboral, y su posible efecto moderador sobre los ingresos de los hogares.

En la zona euro, condiciones adversas como la restricción del crédito, los elevados precios de la energía y la lenta recuperación de China han lastrado la actividad económica. Sin embargo, es indudable que el crecimiento ha tocado fondo y se observan signos alentadores de recuperación de

la actividad, incluso en el sector manufacturero, en términos agregados. La actividad industrial alemana sigue mostrando signos poco alentadores, lo que explica la anémica mejora a principios de 2024. Las expectativas de crecimiento para el año son del 0,7%, apoyadas por el crecimiento de los salarios reales.

En 2025, el crecimiento debería acelerarse hasta el 1,4% gracias a la recuperación prevista de las exportaciones y de la inversión, beneficiándose esta última directamente de la relajación monetaria que se espera del Banco Central Europeo. El renovado vigor de la economía de la zona euro debería continuar en 2026, con un crecimiento previsto del 1,3%, ligeramente por encima del crecimiento potencial estimado para la región.

En Japón, la economía se contrajo en el primer trimestre por primera vez en dos trimestres. Se espera que la economía se ralentice hasta el 0,7% en 2024, antes de alcanzar una velocidad de crucero del 1% en 2025 y 2026. El fin de las medidas de política monetaria no convencionales - control de la curva de rendimientos - pero sobre todo el fin de los tipos de interés negativos, pesarán sobre el crecimiento, especialmente si cae la inflación, ayudada por la debilidad del yen.

El crecimiento de **China** fue más fuerte de lo previsto inicialmente a principios de 2024, ayudado por una contribución positiva de las exportaciones netas. Estos datos económicos positivos enmascararían la atonía de la demanda interna debido a la persistente debilidad del mercado inmobiliario.

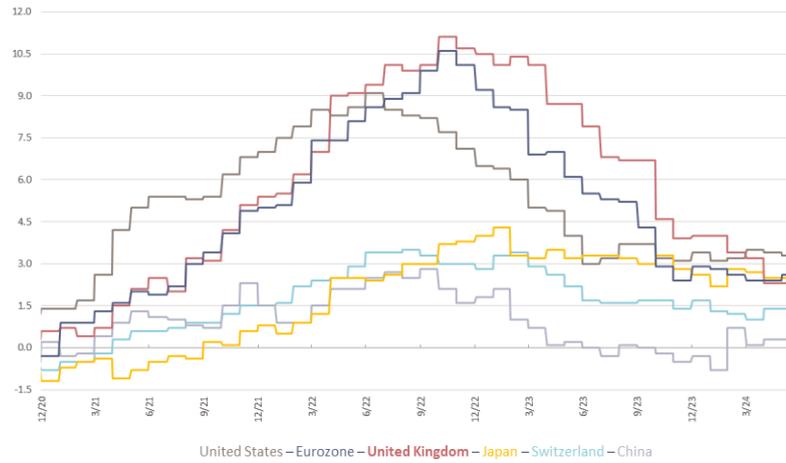
Las nuevas caídas de los precios de la vivienda y del volumen de ventas han lastrado la confianza de los hogares, afectando al consumo. Como consecuencia, las ventas al por menor siguen por debajo de las medias anteriores a la pandemia. Las autoridades han publicado nuevas directivas encaminadas a estimular la demanda de vivienda rebajando el pago inicial y eliminando el impuesto único sobre la propiedad residencial.

Los niveles de endeudamiento y unas ganancias de productividad más limitadas lastrarán el crecimiento futuro. En este contexto, se prevé que el crecimiento disminuya hasta el 4 % entre 2025 y 2030. A más largo plazo, también es probable que el crecimiento potencial disminuya debido a una demografía desfavorable; la población de China se reducirá por segundo año consecutivo debido a una tasa de fertilidad baja y en descenso.

Perspectivas de inflación mundial: Tendencia bajista, pero por encima del 2%

La tendencia desinflacionista continúa, aunque a un ritmo más lento. La bajada de los precios de los productos básicos y la normalización de las cadenas de suministro fueron los principales elementos de la primera fase del descenso. Aunque los precios de los bienes de consumo parecen haber alcanzado un nivel más acorde con las expectativas, los precios de los servicios siguen siendo elevados.

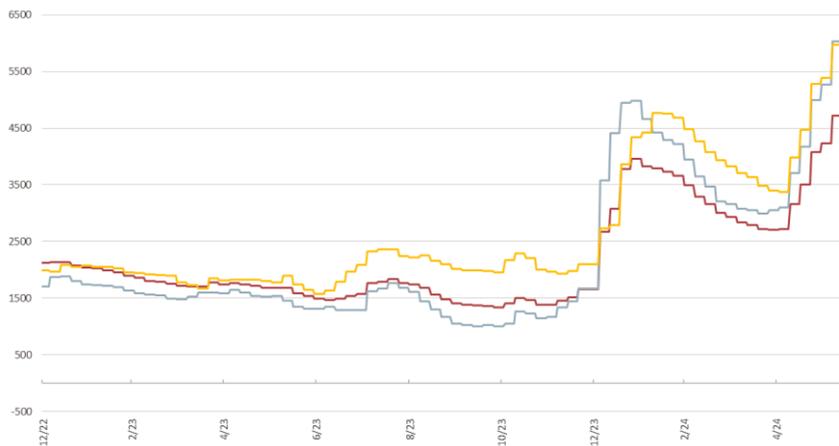
Gráfico 4: Índice de precios de consumo (anual, %)



Fuente: Bloomberg

Las recientes tensiones geopolíticas, especialmente en torno al Mar Rojo y el Canal de Panamá, han reavivado el temor a una nueva fase de subidas generalizadas de precios, sobre todo relacionadas con el encarecimiento de la energía y los alimentos.

Gráfico 5: Flete de contenedores



Fuente: Bloomberg

Índice WCIDCOMP: WCI Composite Container Freight Benchmark Rate per 40 Foot Box Drewry
Índice WCIDSHRO: WCI Shanghai to Rotterdam Container Freight Benchmark Rate per 40 Foot Box
Índice WCIDSHLA: WCI Shanghai to Los Angeles Container Freight Benchmark Rate per 40 Foot Box

En Estados Unidos, la solidez de la economía, combinada con el aumento de los costes de la vivienda, ha mantenido elevados los precios de los servicios, impidiendo que los indicadores de inflación subyacente mostraran un descenso más acusado. Cabe señalar que los aumentos de productividad, impulsados en parte por la inteligencia artificial, han contribuido a mitigar el impacto de los aumentos salariales en la inflación, sobre todo en el sector servicios. La inflación subyacente, que excluye los precios de los alimentos y la energía, sí está bajando, pero a un ritmo mucho más lento.

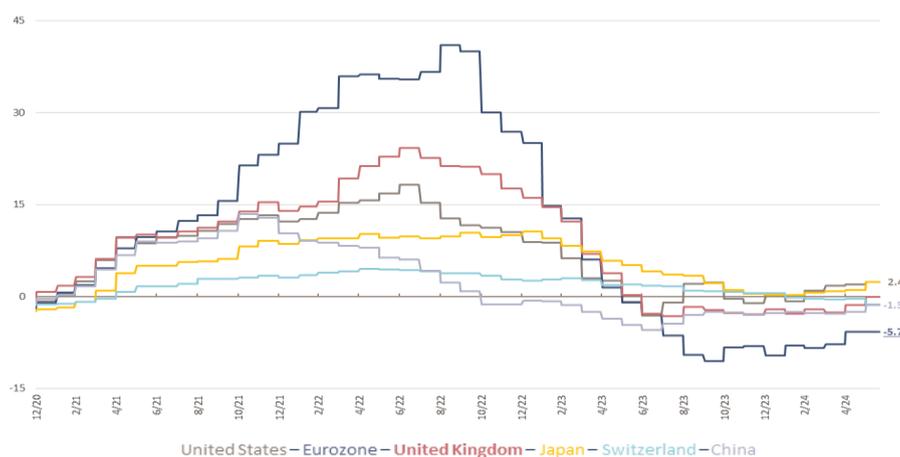
En la zona euro, es probable que la inflación se sitúe en torno a los niveles actuales en el segundo

semestre del año, antes de converger hacia el objetivo del Banco Central Europeo a lo largo de 2025. Observando los distintos componentes, deberíamos ver la misma tendencia para los productos energéticos y los alimentos. Se espera que la versión no energética y no alimentaria del IPCA se mantenga por encima de la inflación general durante los dos próximos años. La hipótesis central de esta proyección se explica por las presiones de ajustes salariales en un mercado laboral aún tenso. Sin embargo, se espera que éstas se vean compensadas en parte por el aumento de la productividad. En consecuencia, se prevé que la tasa media anual de inflación general medida por el IAPC sea del 2,5% en 2024, del 2,2% en 2025 y del 1,9% en 2026.

En Japón, el IPC subyacente nacional subió un 2,6% interanual en marzo, mientras que el IPC subyacente de Tokio subió un 1,6% interanual en abril, lo que supone un fuerte descenso frente al +2,4% de marzo. Teniendo en cuenta la tendencia reciente, las expectativas de inflación se han revisado ligeramente a la baja, previéndose un IPC subyacente del 2,6% en el ejercicio 2024 (frente al 2,8%) y del 2,0% en el ejercicio 2025. A más corto plazo, sin embargo, las presiones siguen siendo alcistas, y podríamos ver subidas en la franja superior del 2%, en parte debido a la supresión de las subvenciones a las tarifas de la electricidad y el gas.

En China, la economía sigue sufriendo los persistentes efectos negativos de la crisis inmobiliaria, que pesan sobre la confianza de empresas y consumidores. Las autoridades chinas han anunciado medidas de apoyo al sector con la esperanza de impulsar la confianza de los consumidores. La última publicación de las cifras de inflación subyacente, que excluyen los elementos más volátiles como los precios de los alimentos y la energía, confirmó la magnitud del reto al que se enfrenta Pekín en sus esfuerzos por estimular la demanda interna. La inflación aumentó un 0,6% interanual en mayo, frente al 0,7% de abril. Para el resto del año, la persistencia del exceso de capacidad industrial debería traducirse en un crecimiento muy modesto de los precios al consumo, con una media anual del 0,5%.

Gráfico 6: Índice de precios de producción (anual, %)



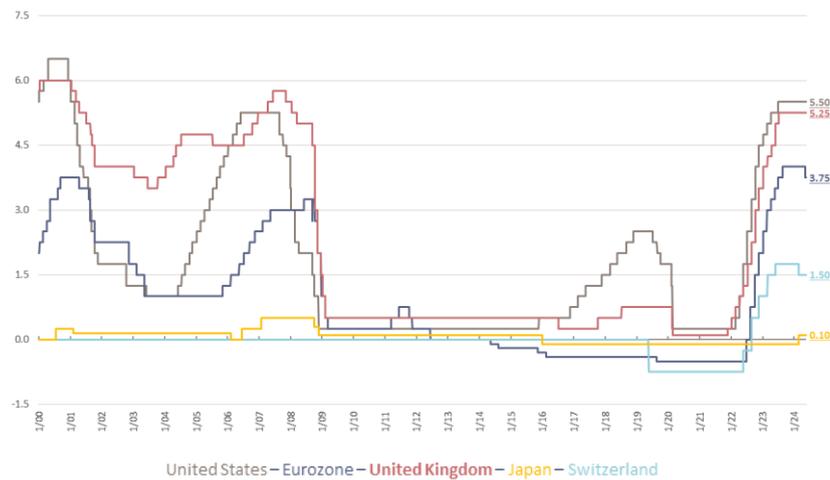
Fuente: Bloomberg

Perspectivas de la política monetaria: Menos recortes de lo previsto

En un intento desesperado por contrarrestar el vertiginoso aumento de la inflación tras la crisis financiera, los principales bancos centrales se han embarcado en una fuerte subida coordinada y sin precedentes de sus tipos de interés oficiales. 2023 marcará la culminación de estas subidas, así como

un punto de inflexión para las expectativas de posibles y deseadas bajadas de tipos en 2024. Por supuesto, estas expectativas se han visto moderadas por la resistencia de la economía estadounidense, y ahora entramos en una fase de divergencia de la política monetaria con el primer recorte del Banco Central Europeo, que refleja un ciclo de desinflación diferente.

Gráfico 7: Tipos de interés oficiales (%)



Fuente: Bloomberg

En su reunión de junio, la Reserva Federal mantuvo sin cambios su tipo de interés oficial en el nivel más alto en 23 años, entre el 5,25% y el 5,5%. Este tono más agresivo en cuanto al calendario y al número de recortes de tipos - la Reserva Federal prevé ahora un recorte este año - es una respuesta lógica a la falta de avances en la reducción de la inflación observada en los últimos meses.

Sin duda, el mensaje de la Reserva Federal es una forma de evitar una reacción eufórica de los mercados, como la observada en el cuarto trimestre, y de tener en cuenta que las condiciones financieras siguen siendo laxas. De hecho, cuando se publicaron las alentadoras cifras de inflación el 12 de junio, la reacción inmediata del mercado - una caída de los tipos de interés a largo plazo y una fuerte subida de la renta variable - fue equivalente a dos tercios de un recorte de tipos.

Gráfico 8: Situación financiera en EE.UU.



Fuente: Bloomberg

Índice NFCIINDX: Índice de las condiciones financieras nacionales de la Fed de Chicago

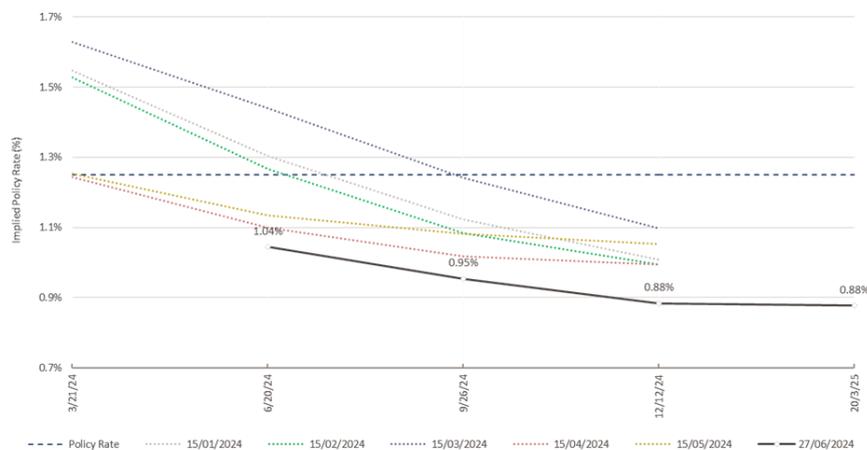
La economía estadounidense se mantiene sólida por ahora, incluido el mercado laboral, pero es evidente que algunos consumidores sienten el impacto, ya que los costes de endeudamiento, desde los préstamos para automóviles hasta los tipos hipotecarios, siguen siendo elevados. Las nuevas previsiones de tipos no sólo redujeron el número de recortes de tipos previstos este año, sino que también aumentaron el tipo "neutral" a largo plazo necesario para contener la inflación y mantener un crecimiento estable.

En junio, el BCE se unió a los bancos centrales de Canadá, Suecia y Suiza para recortar los tipos de interés por primera vez en casi cinco años, señalando un alejamiento de su política restrictiva. Esta decisión se tomó en respuesta a la caída de la inflación, aunque recientes publicaciones han arrojado algunas dudas sobre este descenso. A pesar de esta medida, el BCE se ha mostrado muy vago sobre sus próximos pasos, reiterando que los recortes de tipos se basarán en los datos.

Tras el anuncio, y sobre todo por la falta de claridad en torno a las próximas decisiones, el mercado ha ajustado sus expectativas de nuevos recortes de tipos este año, y las probabilidades de un recorte en septiembre y diciembre son ahora prácticamente iguales.

En línea con las expectativas del mercado, el Banco Nacional Suizo (BNS) bajó su tipo de interés oficial 25 puntos básicos, hasta el 1,25%, el segundo recorte de este año. El BNS citó la disminución de las presiones inflacionistas y la fortaleza del franco suizo. Es probable que se produzca un tercer recorte de tipos este año, probablemente en septiembre, si las condiciones lo permiten.

Gráfico 9: Tipo de interés implícito (%)



Fuente: Bloomberg

Valoración de la renta fija: Todo sobre la curva de rendimientos

A mediados de año, tanto los tipos de interés a corto como a largo plazo (rendimiento de los bonos) están cerca de sus máximos, lo que refleja la persistencia de la inflación subyacente, sobre todo en Estados Unidos. Los inversores en renta fija se enfrentan, por tanto, a unos tipos de interés oficiales aún elevados, sobre todo en EE. UU., y a un alto grado de incertidumbre sobre el calendario y la evolución de la inflación.

En consecuencia, las inversiones a corto plazo, incluidos los préstamos apalancados, han obtenido buenos resultados hasta ahora, mientras que el mercado de bonos convencionales, que tiene un componente de tipos de interés más amplio, ha tenido resultados más dispares.

La relativa estabilidad de los tipos de interés oficiales en sus niveles más altos en dos décadas y el estrechamiento de los diferenciales hasta el extremo inferior de su rango histórico han hecho de los bonos una clase de activos atractiva desde la perspectiva de todos los rendimientos. El actual predominio del componente de los tipos de interés en los rendimientos esperados ha aumentado la importancia de la suavización de la curva de rendimientos.

Para el segundo semestre del año, el segmento del crédito refleja plenamente un contexto macroeconómico equilibrado, con un crecimiento próximo al potencial y un descenso gradual de la inflación, lo que dará a los bancos centrales más margen para recortar los tipos de interés.

Empezamos el año favoreciendo los bonos corporativos, especialmente los de alto rendimiento, y nos mostramos prudentes en cuanto a la renta fija básica, principalmente debido a las expectativas del mercado de recortes de tipos. Desde entonces, las expectativas del mercado se han ajustado, con un máximo de dos recortes de tipos en EE. UU., el primero en septiembre. A estos niveles, pensamos que sería una buena idea aumentar nuestra exposición a la parte media de la curva para beneficiarnos de su pendiente.

Al mismo tiempo, las crecientes señales de atonía en el mercado laboral estadounidense, con sus implicaciones sobre la inflación y el crecimiento, nos llevan a protegernos contra un resurgimiento de los temores recesivos o un choque imprevisto tomando una posición en la parte larga de la curva (10 años +).

En cuanto al crédito, nuestra posición es más equilibrada, con grado de inversión, duración de mercado y una duración modesta en high yield. Para el resto del año, también pensamos que sería una buena idea reforzar nuestra diversificación geográfica, lo que estamos haciendo, aumentando nuestra asignación a bonos corporativos de mercados emergentes en divisas fuertes.

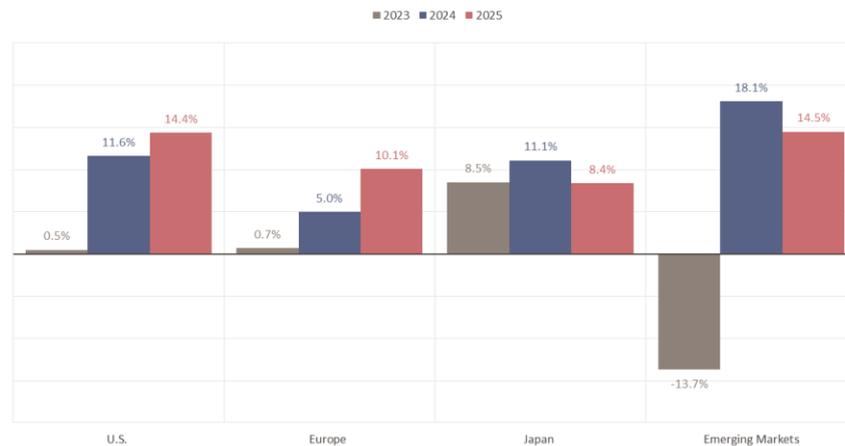
Valoración de acciones: En búsqueda del crecimiento de los beneficios

Tras un fuerte comienzo de año, la visión del consenso sobre el crecimiento económico para el resto de este año y hasta 2025 parece bastante favorable para los mercados de renta variable. No cabe duda de que existen riesgos que podrían hacer descarrilar este contexto de crecimiento en torno al potencial, gracias a un mercado laboral saneado que apoyará el consumo de los hogares. La perspectiva de un mayor número de bancos centrales en modo de relajación también ayudará. Por último, la solidez de los beneficios empresariales hace prever un buen segundo semestre.

El consenso de Wall Street prevé un crecimiento de los beneficios superior al 10%, quizá un poco optimista, con una aceleración hasta 2025. El listón está claramente alto, lo que deja la puerta abierta a la decepción. Fuera de Estados Unidos, el crecimiento de los beneficios está claramente rezagado, con la excepción de los mercados emergentes.

En términos de valoración, el mercado estadounidense cotiza muy por encima de su media histórica de la última década. Europa sigue cotizando por debajo de su media histórica, mientras que Japón lo hace por encima de su PER histórico a 10 años. En cuanto a los mercados emergentes, sus valoraciones están en línea con las de los últimos 10 años.

Gráfico 10: Crecimiento anual de los beneficios



Fuente: Bloomberg, Capital Group, FactSet

Renta variable estadounidense: Valoración sobrevalorada

El S&P 500, ampliamente considerado el mejor indicador de la renta variable estadounidense de grandes capitalizaciones, ha subido casi un 14% este año, y el Nasdaq 100 un 16%, impulsado en gran medida por un puñado de valores tecnológicos de gran capitalización. El actual mercado alcista cumple ahora 20 meses positivos y ha generado una ganancia de más del 50% desde los mínimos de octubre de 2023.

A medida que se ralentiza el crecimiento del PIB nominal, se hace más difícil lograr un crecimiento de los beneficios de dos dígitos. Históricamente, cuando el crecimiento del PIB nominal se sitúa entre el 4% y el 6%, que es donde está hoy, el crecimiento de los beneficios ha rondado el 5% de media.

Tras registrar un crecimiento de los beneficios (interanual) del 1,0% en 2023, los analistas prevén colectivamente un crecimiento interanual de los beneficios del 11,3% en 2024 y del 14,4% en 2025. Eliminando a los Siete Magníficos, vemos que los beneficios no han variado desde 2022.

De lograrse, sería sólo la tercera vez en los últimos 15 años que el índice estadounidense de grandes capitalizaciones registra un crecimiento de los beneficios de dos dígitos durante dos años consecutivos. Estas expectativas son muy ambiciosas y dejan poco margen para la decepción dadas las actuales valoraciones del mercado.

Las valoraciones actuales parecen exageradas, con un PER actual de 23,0, superior al PER medio de 19,1 desde 1990. Por supuesto, la valoración no es un indicador temporal fiable, pero una corrección no sería una gran sorpresa dado el contexto macroeconómico, las elecciones presidenciales de noviembre y los crecientes riesgos geopolíticos.

Tabla 11: Métricas de valoración

		2024	2025	2026
EE. UU. Grandes Capitalizaciones	Crecimiento del BPA	11.6	14.4	12.0
	Ratio PER	22.5	19.7	17.5
	PEG	1.4	1.2	1.1
Europa Grandes Capitalizaciones	Crecimiento del BPA	7.0	10.1	8.9
	Ratio PER	14.1	12.8	11.8
	PEG	1.3	1.2	1.1

Fuente: FactSet

Renta variable europea: Optimismo en un contexto procíclico

Antes del resultado de las elecciones europeas y de la inesperada disolución de la Asamblea Nacional en Francia, las perspectivas parecían más halagüeñas. El descenso gradual de la inflación permitió al BCE empezar a relajar la política monetaria, mientras que la Fed se mantuvo a la espera.

El aumento de la confianza de los consumidores en Europa y los nuevos recortes de tipos de interés deberían apoyar el gasto de los hogares. Además del esperado repunte del gasto de los consumidores, los PMI compuestos y especialmente los PMI manufactureros, que son indicadores adelantados fiables del futuro crecimiento económico, han seguido recuperándose y se encuentran ahora en territorio expansivo desde marzo de 2024. Lo que expresa un entorno empresarial y de inversión favorable.

Convicciones de inversión: 2º Semestre 2024

#1 - Bonos del Estado a largo plazo: Rendimiento atractivo con protección

Tras pronosticar una recesión para todo el año 2023, en parte debido al impacto de la subida de los tipos de interés en la economía, que provocaría una inversión de la curva de rendimientos, lo que históricamente anuncia una recesión, las previsiones se han alejado de esta predicción, reconociendo que este ciclo puede haberse visto alterado por las medidas adoptadas en la era COVID.

Sin embargo, pensamos que la probabilidad del 10% atribuida a un riesgo de recesión podría revisarse al alza. De hecho, hasta ahora una publicación ligeramente más débil se ha considerado una buena noticia, ya que aumenta la probabilidad de que bajen los tipos de interés. Sin embargo, si entráramos en una fase más suave, podríamos asistir a una reevaluación de las probabilidades de cada escenario.

Tras las grandes subidas de los mercados y los reajustes, parece oportuno revisar el atractivo intrínseco de cada clase de activos, las estrategias y su interacción con el resto de la cartera. Tras varios trimestres de ausencia, la deuda pública está de vuelta, ofreciendo un rendimiento decente y, sobre todo, la capacidad de protegerse contra las turbulencias y las caídas del mercado.

¿Cómo maximizar el rendimiento cuando cambia la curva de rendimientos?

Después de la prima de crédito, el éxito de los resultados de una cartera de obligaciones reside sin duda en la gestión de la dinámica de las curvas. Inicialmente presentada como una excelente idea de inversión para 2024, el movimiento de las curvas de rendimiento resultó impactar negativamente dicha estrategia. Aunque los contratos de swap prevén una bajada en septiembre, si la subida no se produce rápidamente, no será fácil obtener resultados positivos en esta operación debido a los costes de “carry”.

Tras el final de un histórico mercado bajista de bonos a largo plazo en octubre de 2023, el repunte fue efímero, ya que los primeros meses de 2024 trajeron consigo un renovado escepticismo sobre la continuación de la tendencia desinflacionista y, por tanto, sobre los recortes de tipos previstos en 2024 y 2025. Como hemos dicho antes, los bonos a largo plazo subirán bruscamente si reaparecen los riesgos de recesión o se acelera la desinflación. Por lo tanto, pensamos que sería adecuado construir una posición en este segmento, no sólo para asegurarse un rendimiento atractivo, sino también para beneficiarse de una aceleración del descenso de la inflación y, en última instancia, de una desaceleración económica más pronunciada.

#2 - Deuda corporativa de mercados emergentes (divisa fuerte): Rendimiento y fundamentos atractivos

Tras un primer semestre favorable para el crédito corporativo de los mercados emergentes, aumentamos esta tesis a nuestra lista de alta convicción para el segundo semestre, ya que el potencial de creación de alto valor sigue intacto. Siguen existiendo vientos de cola: una rentabilidad atractiva, un crecimiento mundial sólido y generalizado y unos bancos centrales que han iniciado su ciclo de relajación monetaria.

En cuanto al crecimiento, el diferencial de crecimiento entre los mercados emergentes y los desarrollados, comúnmente denominado "prima de crecimiento económico", se acentuará probablemente en el segundo semestre de 2024.

Históricamente, la ampliación de esta prima de crecimiento ha dado lugar a rendimientos ampliamente positivos para los mercados de bonos emergentes, en particular para los emisores corporativos, como se muestra en los rendimientos obtenidos entre 2002 y 2023 a continuación:

Tabla 12: Rentabilidad media anual durante los años de aceleración de la prima de crecimiento del PIB de los mercados emergentes

Deuda de empresas de mercados emergentes		
Grado de inversión (IG)	Mercado	Alto rendimiento (HY)
6.6%	7.9%	11.9%

Fuente: Fuente: J.P. Morgan, Bloomberg a 31 de diciembre de 2023

Aunque el calendario y el alcance del ciclo de relajación de la Reserva Federal siguen siendo inciertos, el segmento de la deuda de los mercados emergentes se ha comportado históricamente bien cuando bajan los tipos de interés estadounidenses. Por ello, los recortes de tipos previstos por la Fed, aunque se retrasen hasta septiembre, supondrán un catalizador y un impulso adicional para los flujos de inversión.

Los balances de las empresas de mercados emergentes son sólidos, con un apalancamiento que se compara favorablemente con el equivalente estadounidense, por ejemplo, un apalancamiento neto de 1 frente a 2,8 veces para los bonos del Tesoro y de 2,3 veces frente a 3,5 veces para los bonos de alto rendimiento. Por lo tanto, ofrecen mejores características de rendimiento, diferencial y riesgo fundamental que los hacen especialmente atractivos en vísperas de un ciclo de relajación monetaria por parte de la Reserva Federal.

Tabla 13: Métricas corporativas de EM

	“Yield to worst” (%)	Duración modificada (años)	Diferencial (pb)
Empresas Mercados Emergentes HY ²	8.96	3.44	485
Empresas estadounidenses HY ³	7.93	3.98	296

Fuente: Bloomberg, Amundi a 31 de mayo de 2024

#3 – Los Cinco Fantásticos de la UE⁴ preferidos a los Siete Magníficos de EE. UU.⁵

Cuando hablamos de empresas de crecimiento, solemos referirnos a las empresas más influyentes de su zona geográfica: los Siete Magníficos (Mag 7) en Estados Unidos y los Cinco Fantásticos (Fan 5) en Europa.

Los “Mag 7” están muy expuestos al sector tecnológico y están a la vanguardia de las revoluciones de la inteligencia artificial y del cloud. A diferencia de sus homólogos estadounidenses, los “Fan 5” están formados por cinco líderes mundiales diversificados tanto por países como por sectores, con exposición a la sanidad, la tecnología, y al consumo.

El crecimiento histórico de los beneficios ha sido mayor para los “Mag 7” gracias al excepcional crecimiento de Nvidia. Pero ¿qué hay del crecimiento de los beneficios? Las previsiones de consenso apuntan a que los “Fan 5” superarán a los “Mag 7”, con un crecimiento de beneficios del 18% anual en los próximos tres años, frente al 14% de los “Mag 7”. El mayor crecimiento de los beneficios en la cesta europea se debe a la ventaja de Novo Nordisk en el mercado de rápido crecimiento de los medicamentos GLP-1 para el diabetes y la obesidad.

En contra de lo que podría pensarse, los “Mag 7” son ligeramente más baratos según las estimaciones de beneficios de consenso para 2024, cotizando a 32 veces los beneficios futuros frente a 34 veces para los “Fan 5”. Gracias a su crecimiento superior en los próximos años, el múltiplo PER de los “Fan 5” descenderá rápidamente hasta la paridad en 2025 y luego a un descuento a partir de entonces.

En este contexto, los Cinco Fantásticos tienen un papel que desempeñar en una cartera, ya que ofrecen características de resistencia complementarias y un perfil menos exuberante que los Siete Magníficos.

² Índice J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Non-IG (a 31 de mayo de 2024)

³ S&P U.S. High Yield Corporate Index (a 31 de mayo de 2024)

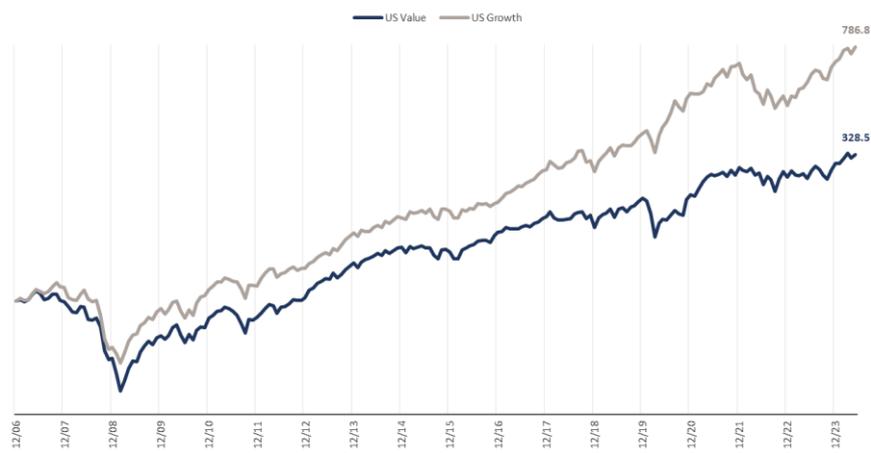
⁴ ASML holding, AstraZeneca, Novo Nordisk, LVMH y SAP

⁵ Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla

#4 – Añadir diversificación en nuestras carteras

Desde 2007, las condiciones económicas han creado un entorno en el que, con la notable excepción de 2022, los valores de crecimiento han prosperado mientras que los valores “value” se han rezagado miserablemente. Este fenómeno se ha visto exacerbado por el impresionante rendimiento de un número limitado de valores de crecimiento, como los Siete Magníficos en EE. UU. y los Cinco Fantásticos en Europa. La dicotomía de resultados entre estos dos enfoques ha reavivado el debate entre los inversores sobre los méritos, si no la razón de ser, de las estrategias “value”.

Gráfico 14: Rentabilidad total de los índices US Value y Growth



Fuente: Bloomberg, cálculos FFGG

¿Cuál es el posible origen de esta discrepancia?

Tras más de una década de bajos tipos de interés, 2022 marcó el final de este paradigma, que ha apoyado y favorecido a los activos a largo plazo como la renta variable, y en particular al subconjunto de empresas de crecimiento. La fase inicial de la subida rápida y sin precedentes de los tipos de interés oficiales tuvo un impacto significativo en los precios de las acciones de las empresas tecnológicas al comienzo de este ciclo de endurecimiento monetario.

Muchos pensaron que 2022 sería el año del ajuste de cuentas. Y así fue, ya que el índice de crecimiento mundial se desplomó casi un 30%, mientras que el índice de valor mundial sólo perdió en torno a un 8,5%. Por desgracia, la remontada duró poco, ya que al año siguiente el índice de crecimiento registró un rendimiento impresionante, con una diferencia - sólo superada por la de 2020 - que fue la mayor en 25 años.

A finales de 2023, las acciones “value” eran el segmento más barato del mercado. Esto fue aún más pronunciado en la categoría de pequeña capitalización. Tras años de dominio de los valores de crecimiento de gran capitalización, probablemente haya llegado el momento de diversificar nuestras carteras.

#5 - Pequeñas y medianas capitalizaciones europeas y estadounidenses: Listas para rebotar

Una de nuestras convicciones en la primera mitad del año fue reiterar nuestra creencia en la oportunidad que presentan las empresas de pequeña y mediana capitalización. ¿Por qué mantener esa convicción tras seis meses muy contrarios para este segmento del mercado?

En los últimos 2,5 años, tanto en EE. UU. como en Europa, las pequeñas y medianas empresas han obtenido peores resultados que los principales índices, como el S&P 500 y el Stoxx 600. La diferencia de rendimiento se explica en parte por la excepcional rentabilidad de un número limitado de valores.

Esta situación se debe en parte a la elevada inflación, que ha obligado a los bancos centrales a subir los tipos de interés para frenar este fenómeno, lo que ha provocado un aumento del coste de la deuda y, por tanto, del coste del capital. El nuevo entorno de tipos de interés ha tenido un impacto desproporcionado en las empresas de pequeña y mediana capitalización, que suelen tener balances más débiles, más financiación a corto plazo y menos poder de fijación de precios. En consecuencia, han sido percibidas como más arriesgadas por los inversores, que han recurrido a la mayor seguridad que ofrecen las grandes capitalizaciones.

El éxito de los bancos centrales en la lucha contra la inflación debería permitir cierta relajación monetaria, que ya ha comenzado en Suiza y en la zona euro. Esta flexibilización debería apoyar directamente a las empresas de pequeña y mediana capitalización, invirtiendo la tendencia de los costes de los intereses y reavivando así el interés de los inversores.

Tras haber cotizado durante mucho tiempo con prima respecto a las grandes capitalizaciones, el comportamiento relativo reciente ha invertido la tendencia, y las pequeñas capitalizaciones cotizan ahora con descuento. Esta situación está claramente fuera de línea con las normas históricas y, aunque un tanto contraria dada la atención prestada a las mega capitalizaciones, ofrece un inigualable potencial de recuperación para la segunda mitad del año.

Asignación por clases de activos – 2º Semestre 2024: Cambio a neutral

Clases de activos

	S1 24	S2 24
Efectivo	=/+	+
Renta fija	-/=	=
Renta variable	+	=
Alternativos	-/=	-/=
Divisas (USD vs. G10)	=	=/+
Materias primas	-/=	-

Renta fija

		S1 24	S2 24
Gobierno Bonos	EE. UU	=/+	+
	UE	=/+	+
	UK	=	=
	CH	-	=
Empresa Bonos	EE. UU. IG	+	+
	UE IG	+	+
	EE. UU. HY	+	+
	UE HY	+	+
Mercados emergentes Deuda	Soberano HC	-/=	=
	Soberano LC	=	=
	Empresa IG - HY	+	+

Renta variable

		S1 24	S2 24
EE. UU.	Grande	-/=	-/=
	Pequeña	=/+	=
Europa	UE Grande	=/+	+
	UE Pequeña	+	+
	CH Grande	=	=
	CH Pequeño	+	+
	Reino Unido	=	=
Otros	Japón	-	-
	China	+	=/+
	India	=	=
	Otros ME	=	=

(-) Infraponderar, (=) Neutral, (+) Sobreponderar

AVISO LEGAL

The Forum Finance Group S.A. (FFG) está autorizado por la FINMA como gestor de activos y registrado en la SEC como asesor de inversiones. Aunque The Forum Finance Group S.A. (FFG) ha tomado todas las precauciones posibles para asegurar la exactitud de la información publicada, no se puede dar ninguna garantía con respecto a la exactitud, fiabilidad, actualización o integridad de esta información. FFG declina, sin limitación alguna, toda responsabilidad por pérdidas o daños de cualquier tipo, incluidos los daños directos, indirectos o consecuentes, que pudieran derivarse del uso de este documento. Todo el contenido de este documento está sujeto a copyright con todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción (total o parcial), transmisión (por medios electrónicos o de otro tipo), modificación o utilización para cualquier fin público o comercial de este documento sin la autorización previa por escrito de FFG. Visite www.ffgg.com para consultar nuestro descargo de responsabilidad completo.

FFG

FORUM FINANCE

1994

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône - CH-1204 Ginebra - P.O Box 3309 - CH-1211 Ginebra 3 - T +41 22 552 83 00

FFGG.COM