

Market Clip

Desafíos y oportunidades

11 de octubre de 2024

Durante el mes de septiembre se han manteniendo las dinámicas generales del buen año que llevamos. Aunque los acontecimientos de la campaña presidencial de los EE. UU. y el recrudescimiento de las tensiones en el Medio Oriente han dominado los titulares de la prensa mundial, lo más destacable para los mercados está siendo el giro en la política monetaria de los principales Bancos Centrales.

Atendiendo a los datos más recientes parece que se va confirmando un escenario de menor crecimiento e inflación a ambos lados del Atlántico, aunque de una forma más patente en Europa. De hecho, según el último dato, la inflación en la eurozona ya se sitúa por debajo del 2%, y eso permite a las autoridades monetarias cambiar el foco de sus políticas, reorientándolas con el objetivo de dar soporte al crecimiento económico y al empleo, aunque, a diferencia de la Fed, el Banco Central Europeo tiene como único mandato la estabilidad de precios, en la práctica también debe preservar la estabilidad del sistema y, para ello, debe favorecer el crecimiento económico.

Recordemos que el movimiento lo inició el Banco Central Europeo (BCE) en su reunión de junio, cuando recortó los tipos de interés oficiales en un cuarto de punto, sin embargo, el paso más decisivo lo dio la Reserva Federal Americana (Fed) que, a mediados de septiembre, sorprendió a parte del mercado con un recorte de medio punto porcentual en el tipo de intervención. A partir de aquí, los mercados descuentan que los tipos seguirán bajando en los próximos trimestres para estabilizarse en la zona del 2% y 3% en la eurozona y EE. UU., respectivamente, a partir del próximo verano. Aunque la senda parece clara, el debate sobre el tipo de equilibrio final sigue abierto.

Estas expectativas de menor inflación y tipos de interés más bajos han generado un fuerte desplazamiento a la baja en las curvas, particularmente en los plazos más cortos, propiciando un importante aumento en la pendiente.

Se va confirmando un escenario de menor crecimiento e inflación a ambos lados del Atlántico.

Los tipos seguirán bajando en los próximos trimestres para estabilizarse en la zona del 2% y 3%.

Así, mientras la TIR del bono americano a 10 años caía 62 puntos básicos durante el trimestre, del 4,40% a cierre de junio al 3,78% a cierre de septiembre, la del bono a 2 años descendía 111 puntos básicos, pasando del 4,75% al 3,64%. En Europa, los movimientos han sido algo más graduales, aunque partían de niveles sustancialmente más bajos. Recordemos que el cambio en el precio del bono es inversamente proporcional a la variación en su TIR multiplicada por su duración. Por ejemplo, un bono a 10 años, que ahora tiene una duración del entorno de 8 años, se debería apreciar casi un 5% cuando su TIR baja 62 puntos básicos. En realidad, el efecto es algo menor por la convexidad. Esa revalorización, unida al efecto del devengo de los cupones, explica una subida de casi el 4% en los índices de renta fija globales durante el último trimestre, lo que supone un resultado excepcional en términos históricos.

Tradicionalmente, un recorte brusco en los tipos de interés no suele ser un buen presagio para los activos de riesgo, porque con frecuencia este movimiento responde a un fuerte deterioro en la actividad económica. Sin embargo, en esta ocasión, tanto el crédito como las bolsas han comprado el escenario de aterrizaje suave de la economía, caracterizado por un menor crecimiento, pero sin llegar a la recesión. Las primas de riesgo de crédito se sitúan en zona de mínimos y los índices de renta fija privada de baja calidad crediticia acumulan una apreciación del entorno del 6% en el año.

- **Las bolsas mundiales** también han tenido una buena evolución, en septiembre subieron algo más del 1% y durante el trimestre las subidas son de un 4,40% de media, hasta alcanzar niveles del 18% para el año. Pero como ya hemos comentado en otras ocasiones un análisis más profundo muestra un importante cambio de liderazgo. Si durante el primer semestre las grandes tecnológicas americanas explicaban la mayor parte de la revalorización de las bolsas, en este último periodo hemos experimentado una fuerte rotación sectorial que ha favorecido, sobre todo, a los sectores más sensibles a los tipos de interés, como son el inmobiliario, las *utilities* o las compañías de menor capitalización.



En Europa, los movimientos han sido algo más graduales, aunque partían de niveles sustancialmente más bajos.

En este último periodo hemos experimentado una fuerte rotación sectorial.

TIRes 10 yr – Principales Gobiernos.

Fuente: Bloomberg

- Para finalizar con los mercados, dos referencias rápidas a las **materias primas**. En general, las materias primas industriales muestran un comportamiento negativo que seguramente tiene su origen en la desaceleración de la economía china. Sorprende, sobre todo, la debilidad del precio del crudo en un momento de alta incertidumbre geopolítica en Medio Oriente.
- Por otro lado, el **oro** mantiene su tendencia alcista y acumula más de un 25% de revalorización en el año, parece que esta subida tiene que ver con la acumulación de reservas por parte de bancos centrales de países que quieren reducir su dependencia de los EE. UU., y por la caída en los tipos de interés, que reduce el coste de oportunidad de invertir en un activo que no genera rentas.
- Sin duda, uno de los principales focos del mercado durante el trimestre que acaba de empezar va a ser el resultado de las elecciones americanas del 5 de noviembre. Las encuestas dan cierta ventaja a la candidata demócrata, **Kamala Harris**. No obstante, todos los expertos coinciden en que, debido a las particularidades de su sistema electoral y a la fuerte polarización política de la sociedad americana, esa ventaja es poco significativa en relación con el margen de error de la estimación, así que seguramente no tendremos claridad sobre el resultado hasta el día siguiente a las elecciones, como pronto.
- A priori, **Trump** debería ser el favorito de las bolsas americanas, porque su programa económico se centra en bajar impuestos y desregular la economía. Pero, por otro lado, el aumento del proteccionismo y una política inmigratoria más restrictiva podrían generar tensiones inflacionarias y reducir el crecimiento a medio plazo. Al menos en teoría, una victoria de Trump favorece a los bancos, las compañías domésticas (Russell 2000) y a los sectores petrolero y del armamento, y perjudica a las empresas que producen bienes en el extranjero y a las ligadas a la transición energética (aunque buena parte de sus activos estén situados en estados con mayoría republicana).

	Harris	Trump	7-días
The Economist Modelo de encuestas	50%	50%	Sube Trump
FiveThirtyEight Modelo de encuestas	57%	43%	Sube Trump
Apuestas (RCP) Promedio de apuestas	50%	50%	Sube Trump
Metaculus Pronosticadores	55%	45%	Sube Trump
PredictIt Mercado de predicción	54%	46%	Sube Trump
Polymarket Mercado de predicción	50%	50%	Sube Trump
Nate Silver Modelo de encuestas	56%	44%	Sube Harris
Promedio	53%	47%	Sube Trump

Las encuestas dan cierta ventaja a la candidata demócrata, Kamala Harris.

Seguramente no tendremos claridad sobre el resultado hasta el día siguiente a las elecciones, como pronto.

Probabilidad de ganar la presidencia para cada candidato (%).

Fuente: EL PAÍS

- También podría perjudicar a Europa y a los países emergentes, por el posible impacto de los nuevos aranceles. Sin embargo, Trump también podría acelerar el desenlace de la guerra de Ucrania, lo que podría favorecer al Viejo Continente.
- Por otro lado, **Harris** es más continuista, aboga por eliminar parte de las rebajas fiscales aprobadas por Trump en 2016 y destinar el aumento de la recaudación a programas sociales. El incremento de la tasa fiscal en el impuesto de sociedades afectaría más a las empresas que más ganan, entre las que están las grandes tecnológicas y los grandes bancos. En todo caso, no debemos olvidar que en los EE. UU. el presidente tiene una capacidad de actuación bastante limitada, sobre todo en temas presupuestarios, ya que es el Congreso quien realmente tiene el poder. La incertidumbre nunca es buena para el mercado y es previsible que la volatilidad aumente a medida que nos acercamos a las elecciones, pero, una vez conocido el resultado y eliminada la incertidumbre, los mercados deberían volver a cotizar en base a los fundamentales.
- Aunque los tipos de interés y las primas de riesgo de crédito han bajado considerablemente, como hemos indicado anteriormente, creemos que la **renta fija** sigue ofreciendo una rentabilidad atractiva, tanto en términos absolutos como en comparación con las expectativas de inflación. Las expectativas de inflación a 3 años para la eurozona también se han reducido notablemente, y ahora se sitúan en el 1,70%. De este modo, la expectativa de rentabilidad en términos reales gana atractivo, situándose en el 1,90%.
- Como hemos ido contando a lo largo del año hemos ido **aumentando la duración de las carteras**. Además de anticiparnos a la bajada de tipos por parte de los bancos centrales, el incremento de la duración es una cobertura natural del riesgo de crédito. Aunque no sea el escenario central, si la desaceleración económica que estamos viviendo en Europa llevase a un deterioro de los mercados de crédito por un aumento del riesgo de impagos, la deuda pública de mayor calidad crediticia debería apreciarse al actuar como activo refugio para los inversores. Además, la duración también nos protege ante un posible aumento de las tensiones geopolíticas.
- En **renta variable**, seguimos manteniendo nuestra preferencia por sectores menos expuestos al ciclo económico y que se beneficien de un contexto de menores tipos de interés, como el inmobiliario, las *utilities* y el consumo no cíclico, pero también seguimos apostando por compañías de crecimiento, particularmente del sector tecnológico.

Creemos que la renta fija sigue ofreciendo una rentabilidad atractiva.

En renta variable, seguimos manteniendo nuestra preferencia por sectores menos expuestos al ciclo económico y que se beneficien de un contexto de menores tipos de interés.

Principales indicadores

	DATO PREVIO	CONSENSO	DATO PUBLICADO	¿CUÁNDO PUBLICA?
IPC USA (interanual) – SEP	2,50%	2,30%	2,40%	
IPC USA Subyacente (interanual) – SEP	3,20%	3,20%	3,30%	
IPC Zona euro (interanual) – SEP	2,20%	1,80%	1,80%	17/10/2024
IPC Zona euro Subyacente (interanual) – SEP	2,80%	2,70%	2,70%	17/10/2024
Decisión tipos FED - JUL	5,50%	5,25%	5,00%	07/11/2024
Decisión tipos BCE - SEP	3,65%	3,65%	4,25%	17/10/2024
Tasa desempleo USA - SEP	4,20%	4,20%	4,10%	
Tasa desempleo Zona euro - AGO	6,40%	6,40%	6,40%	31/10/2024
Crecimiento PIB USA (trimestral) - 2T	1,60%	3,00%	3,00%	30/10/2024
Crecimiento PIB Zona euro (trimestral) - 2T	0,30%	0,10%	0,20%	30/10/2024

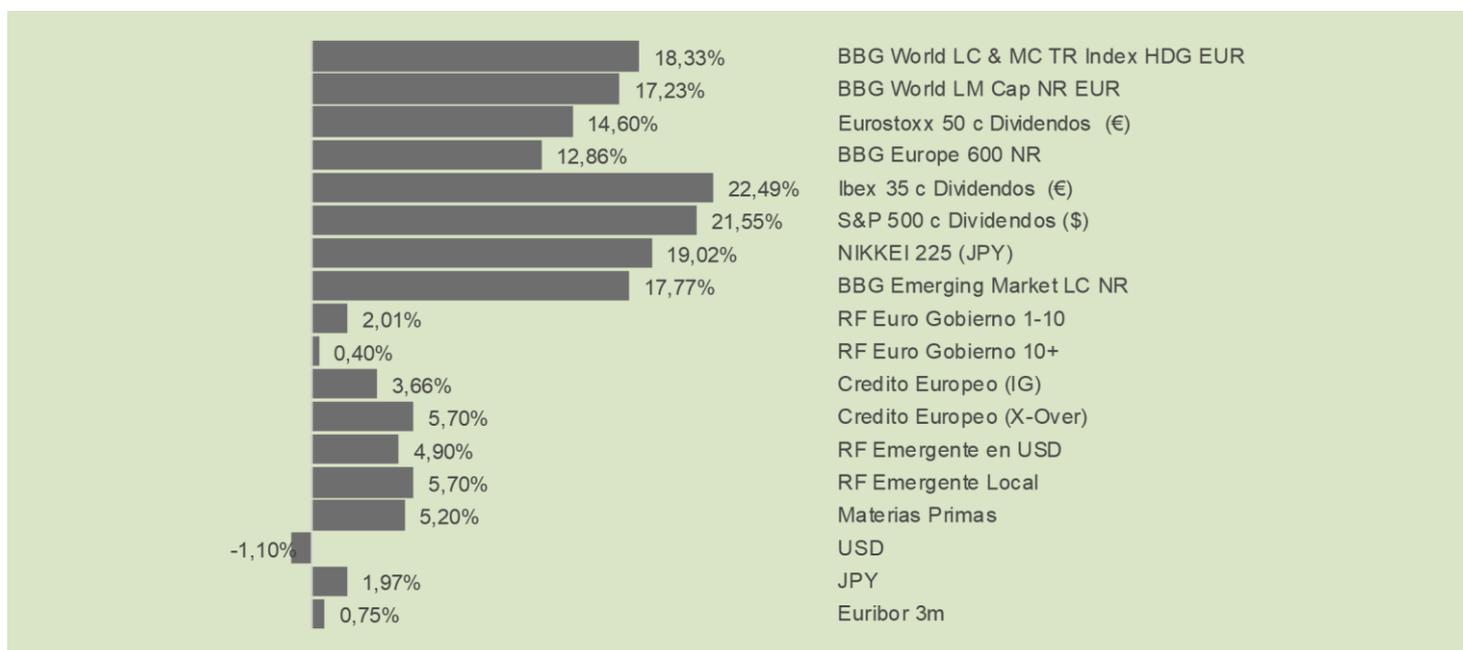
Rentabilidades de los principales índices

	ÚLTIMA SEMANA	MTD
BBG World LC & MC TR Index HDG EUR	1,71%	2,00%
BBG World LM Cap NR EUR	1,68%	1,54%
Eurostoxx 50 c Dividendos (€)	4,08%	2,26%
BBG Europe 600 NR	2,68%	0,62%
Ibex 35 c Dividendos (€)	1,90%	5,08%
S&P 500 c Dividendos (\$)	0,64%	1,70%
NIKKEI 225 (JPY)	5,58%	3,06%
BBG Emerging Market LC NR	7,61%	7,90%
RF Euro Gobierno 1-10 años	-0,35%	-0,35%

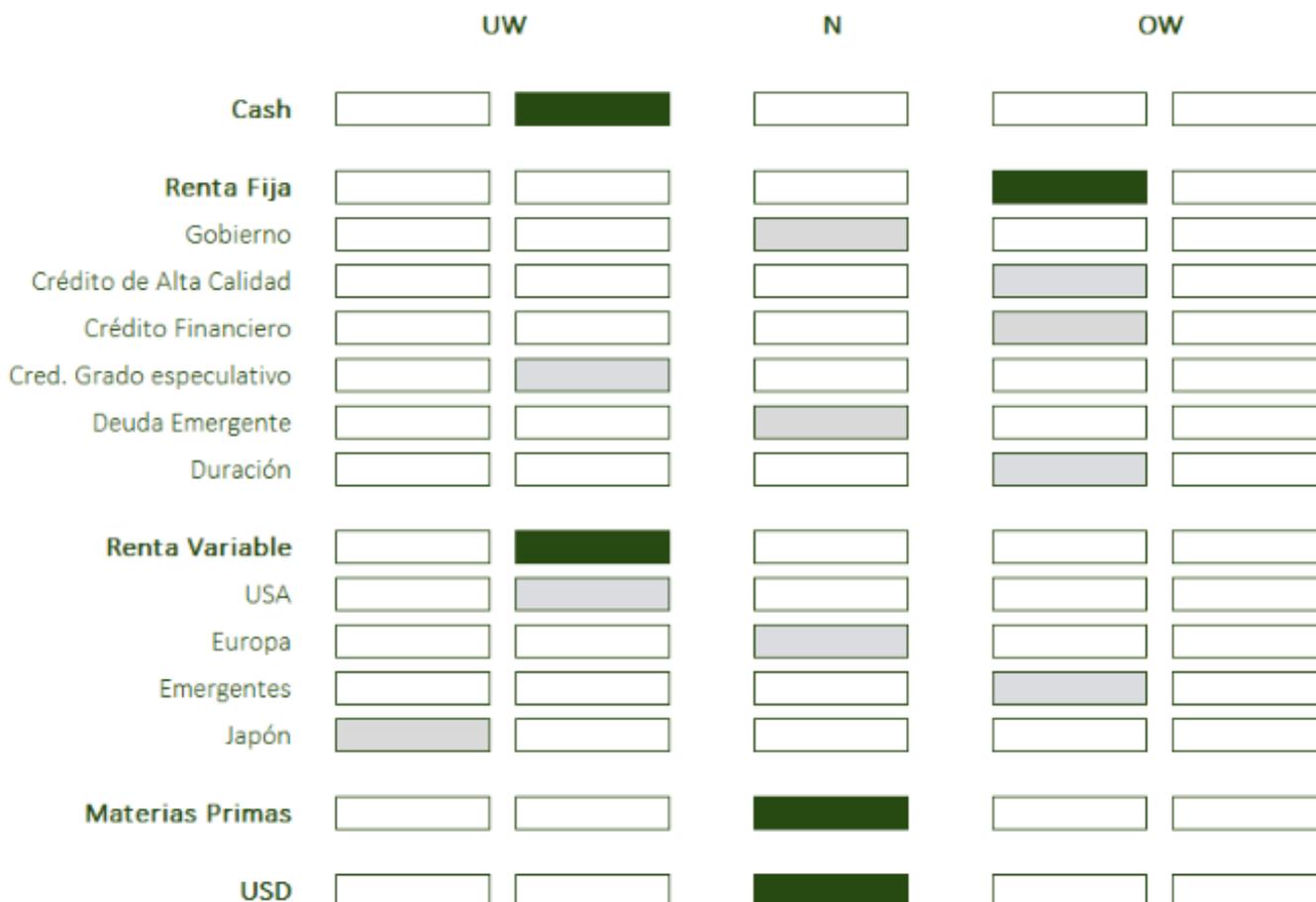
	ÚLTIMA SEMANA	MTD
RF Euro Gobierno 10+ años	-0,52%	-0,52%
Crédito Europeo (IG)	0,13%	0,31%
Crédito Europeo (HY)	0,47%	0,87%
RF Emergente en USD	-0,15%	1,43%
RF Emergente Local	0,81%	3,49%
Materias Primas	0,00%	-0,11%
USD	0,00%	-1,02%
JPY	-1,12%	-1,67%
Euribor 3m	-0,06%	-0,06%

Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 04/10/2024)

Rentabilidad acumulada en el año de los principales activos (04/10/2024)



Ponderación de las carteras respecto a los índices



Nota importante

Todas las opiniones y estimaciones facilitadas están elaboradas en base a fuentes consideradas como fiables. No obstante lo anterior, Alantra Wealth Management no puede garantizar que sean exactas o completas y no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de las informaciones facilitadas en este documento.

Este documento comercial se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta o invitación para la adquisición o contratación de instrumentos o servicios de inversión, no pretendiendo reemplazar al asesoramiento necesario en esta materia y no constituyendo una oferta de compra o venta.

Este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en un fondo o sociedad de inversión debe consultar su documentación legal, incluyendo el último folleto informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email lopdwm@alantrawm.com.

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquelo a través de la dirección del email lopdwm@alantrawm.com. www.alantrawealthmanagement.com



MEJOR BANCA PARA ALTERNATIVOS
Alantra Wealth Management