

ASSET ALLOCATION – 4º TRIMESTRE 2024

GEOECONOMICS: RENOVARSE O MORIR

“It was the best of times, it was the worst of times, it was the age of wisdom, it was the age of foolishness, it was the epoch of belief, it was the epoch of incredulity, it was the season of Light, it was the season of Darkness, it was the spring of hope, it was the winter of despair, we had everything before us, we had nothing before us, we were all going direct to Heav-en, we were all going direct the other way—in short, the period was so far like the present period, that some of its noisiest authorities insisted on its being received, for good or for evil, in the superlative degree of comparison only.”
--Charles Dickens

- **Asset Allocation:** La situación geopolítica en Oriente Medio y la cercanía de las elecciones norteamericanas, ante unas exigentes expectativas en retornos esperados, impulsadas por los recortes de tipos generalizados, nos hacen mantener un posicionamiento prudente de cara al último trimestre.
- **Actividad:** Los datos macro han corroborado que las principales economías siguen desacelerando, y que la inflación poco a poco va dejando de ser una preocupación para los inversores.
- **Tipos de interés:** Hemos aprovechado para aumentar ligeramente la duración de las carteras, beneficiándonos además del retorno a correlaciones negativas que muestran bonos y acciones.
- **Renta variable:** Hemos rotado parte de la posición en el sector tecnológico americano, tomando beneficios parciales, hacia sectores con menor beta y volatilidad como el eléctrico, que se puedan ver beneficiados de los recortes de tipos.
- **Crédito:** Dado los estrechos diferenciales del high yield y un mayor riesgo asimétrico, tomamos beneficios y rotamos hacia emisores de mayor calidad.
- **Liquidez/Divisa:** La contracción en los diferenciales de tipos de interés y el posicionamiento nos hacen ser precavidos ante un posible debilitamiento del billete verde, con una Fed al comienzo del ciclo de bajadas.

Como sugería Dickens en su famosa novela, vivimos en una época en el que la narrativa sólo se cuenta en términos superlativos: calentamiento global y eventos climáticos extremos, fin de la globalización y multipolarización geopolítica, fin de la Pax Europaea y riesgo nuclear, desinformación y censura, debilitamiento de las instituciones democráticas y polarización del electorado, crisis migratoria y desigualdad, atentados y terrorismo, subsidios y aranceles, riesgo en las cadenas de suministros y materias primas, inflación o los potenciales riesgos de la IA son algunos de los asuntos que nos mantienen alerta en estos últimos años. **Tan solo la fortaleza del consumidor americano y la resiliencia de su mercado laboral actuaban como únicos puntos de anclaje ante un relato desolador.**

En medio de este panorama desalentador, marcado en los últimos años por eventos de alto riesgo y volatilidad elevada, también hemos sido testigos de algunos de los mejores comportamientos tanto en bolsa como en bonos, con retornos anuales que han alcanzado el +25% y el +7%, respectivamente. Esto se debe gracias a las pasadas, pero también a las esperadas, inyecciones de liquidez de bancos centrales (Fed put). A pesar de esto, advertíamos en nuestra última nota de los riesgos que preveíamos ante la llegada del periodo vacacional, y a medida que se acercaba el periodo electoral estadounidense, con el posible aumento de la volatilidad por la pérdida de liquidez en un entorno de elevadas valoraciones y niveles de apalancamiento y apetito por el riesgo.

Y es que en apenas tres meses desde nuestro último comentario hemos vuelto a ser testigos de estos fuertes contrastes: ante la victoria histórica laborista en Reino Unido y el vuelco electoral en Francia de la extrema izquierda, tenemos la victoria y auge sin precedentes de la extrema derecha en Alemania y Austria; ante el desalojo de Biden de la carrera presidencial, tenemos los dos intentos de asesinato a Trump; ante el bombardeo incesante en Gaza, hemos sido testigos de los “ataques selectivos” a gran escala a Hezbolá; ante la invasión rusa de Ucrania, tenemos la invasión ucraniana de Rusia (Kursk); o frente al constante declive del yen, la explosión histórica de volatilidad por el unwind del carry trade por excelencia.

Una subida inesperada por el BoJ, unida a una Fed más dovish ante unos datos de actividad manufacturera y empleo más débiles, hicieron mella en el eslabón más débil: el yen. El desapalancamiento del carry trade supuso una explosión de volatilidad histórica, poniendo de nuevo en relevancia la fragilidad e interconexión del sistema financiero global y la necesidad de una gestión del riesgo adecuada que nos permita navegar con éxito los eventos de alto riesgo y alta probabilidad. Los inversores, interpretando que se trataba de un desapalancamiento por falta de liquidez y no una crisis crediticia, han devuelto en tan solo dos semanas los índices de renta variable a máximos. Por el contrario, el mercado de renta fija, descontando una nueva trayectoria de crecimiento, ha puesto en precio casi 10 bajadas de un cuarto de punto para el próximo año, *steependo* la curva con fuerza.

Entre tanto hemos conocido que el mercado laboral americano no estaba tan fuerte como nos habían contado. Una revisión de cerca de un millón de puestos de trabajos menos rebaja su crecimiento en casi un 30% (ríete de la calidad de los datos chinos). Además, de los empleos creados en el último año, un tercio aproximadamente es empleo gubernamental (como no podría ser de otra manera en año electoral). Incluso Powell ha tenido que admitir que los datos reportados podrían estar sobreestimados, lo que aumenta el riesgo a movimientos extremos ante futuros datos más débiles.

Tampoco por el lado del consumidor es oro todo lo que reluce, más bien lo contrario. Ante el relato de resiliencia del consumidor americano, hemos de entender que esta tiene como contraprestación una tasa de ahorro en mínimos históricos (tan sólo superada en los años previos a la Crisis Financiera Global de 2008). Por lo que más de la mitad de los estadounidenses no son capaces de hacer frente a un gasto imprevisto de mil dólares. Por lo que lo más preocupante sea el rápido deterioro en la mora de tarjetas y autos en los últimos trimestres, que empiezan a hacer sonar las alarmas en Wall Street.

En estos tres meses, también hemos sido testigos de la necesidad de estimular las economías, con bajadas "coordinadas" de más de 20 Bancos Centrales a nivel global. Y una vez la Fed ha abierto la veda con un serio recorte de tipos, el primero en sacar el genio de la botella y liberar los "animal spirits" ha sido China.

Y es que durante este tiempo también hemos podido comprobar como las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento chino impactaban de lleno en los precios de materias primas y energía, por lo que China ha seguido siendo una fuente de deflación para todo el mundo. Las últimas medidas anunciadas la semana pasada evidencian la preocupación de sus autoridades, ante el efecto de bola de nieve que las fuertes correcciones del mercado inmobiliario y la bolsa han tenido sobre el consumidor chino. Mucho nos tememos que mientras siga la tensión alrededor de Taiwán, difícil será atraer de nuevo capital e inversión extranjera a una economía incapaz de estimular su demanda interna.

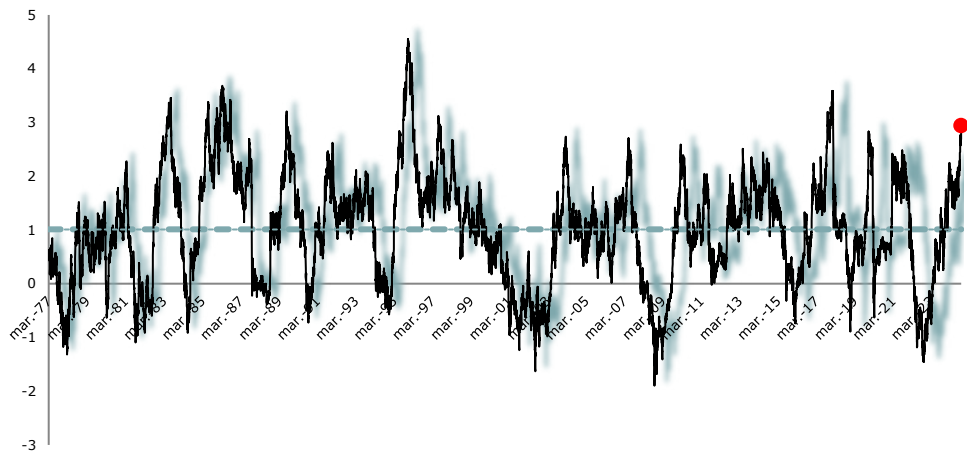
Por último, también se ha publicado el esperado informe Draghi, que plasma la difícil situación a la que se enfrenta Europa para acometer sus planes de descarbonización y rearme. Estos requerirán ingentes cantidades de dinero tanto público (con un eje franco-alemán cada vez más polarizado) como privado (con una banca maniatada y unas empresas estancadas y con fuertes necesidades de capex), y que podría resumirse en tres palabras: renovarse o morir.

Ahora, y una vez dejada atrás las dudas sobre la magnitud de la primera bajada de tipos de la Fed en años, sólo nos queda cruzar el Rubicón de las elecciones norteamericanas, para lo que la Fed ya ha tendido un sólido puente. Es de esperar que una vez conozcamos los resultados, los impulsos fiscales a los que nos ha acostumbrado la administración Biden, empiecen a evaporarse como ya es tradición en nuestros líderes tras un hito electoral. Por lo que, y a pesar del retorno a las inyecciones de liquidez global, no estaría de más continuar con la prudencia, que como cantaba Bob Dylan: *he not busy being born is busy dying*.

Con respecto a la liquidez global, hemos vuelto a ver como ésta aumentaba tras las bajadas de tipos en EEUU, Europa, China, Inglaterra, Suiza, Canada o México, entre otros. Esto ha ayudado a mitigar la elevada volatilidad generada durante el mes de agosto por la subida inesperada del BoJ, impulsando a los índices a máximos y dejando de manifiesto que ha vuelto la Put de los Bancos Centrales.

ILUSTRACIÓN 1: El ratio de Sharpe de la cartera 60/40 en EEUU se ha disparado tras las alzas de acciones y bonos

Las bajadas “coordinadas” de tipos a nivel global, han vuelto a expandir la liquidez durante el verano a pesar de la subida del BoJ. Esto ha disparado el binomio rentabilidad riesgo a niveles históricamente altos, por lo que nos hace ser más prudente de cara a los próximos meses.



FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

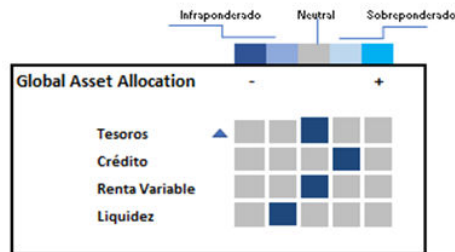
ILUSTRACIÓN 2: CHINA HA SEÑALADO EL CAMINO QUE DEBERÍA SEGUIR EUROPA SI QUIERE ESTIMULAR LA DEMANDA INTERNA Y SU ECONOMÍA.

El mayor ritmo en la contracción en las lecturas de inflación, junto con unas curvas con mayor pendiente, han aumentado los tipos de interés reales a largo.

Retornos Nominales Esperados

	Europa	EEUU	China
Swap 1 año	2,7	3,9	1,6
Swap 2 años	2,3	3,5	1,6
Swap 5 años	2,3	3,3	1,8
Swap 10 años	2,4	3,4	2,0
Swap 30 años	2,3	3,3	
Corp IG 5 años	2,9	3,8	4,1
Corp HY 5 años	5,5	6,7	4,1
Dividendo	3,3	1,3	10,6
Earnings Yield	6,9	4,2	8,5
Reit Div Yield	4,6	3,7	3,1
Inflación	1,8	2,5	0,6

FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.



¿Continuarán los Bancos Centrales con la subida de tipos de interés?
... ¿hasta cuanto?, y ¿cuánto se mantendrá en el tiempo?
Claves a seguir: inflación, empleo y sistema financiero
La debilidad financiera podría afectar en el crédito al sector privado
Mantenemos la neutralidad en renta variable, y la cobertura en dólar americano

Tesoros - +



¿Estamos cerca del final del ciclo de subidas en los tipos de interés?
La curva está muy invertida lo que indica bajadas a medio plazo (1-2 años)
Preferencia por el corto plazo mientras la curva esté muy invertida
La renta fija emergente se muestran como un punto más estable, y con una alta TIR

Crédito - +



Ampliación de los "spreads" de crédito debido a la inestabilidad financiera
Oportunidades en el corto plazo con alta TIR
La TIR implícita ofrece retornos atractivos, y sustitutos del dividendo de las acciones

Renta variable - +



Mantenemos la neutralidad
Valoraciones atractivas, aunque cuidado con la compresión de márgenes en las empresas
Carteras muy diversificadas en geografías, sectores, estilos,....
Los mercados emergentes no muestran síntomas de reacción

Divisa - +



Debilidad del dólar ante la inestabilidad financiera
Seguimos la volatilidad en divisas, ya que pueden dar avisos sobre riesgos
Inestabilidad en algunos países emergentes pone en riesgo la inversión en su divisa