



# Aterrizaje bajo control

## Estrategia 4T 2024

1 de octubre de 2024

Asesoramiento y Análisis | [asesoramiento@ayg.es](mailto:asesoramiento@ayg.es)

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

# Índice

- i. **Estrategia 4T 2024: Aterrizaje bajo control** ([ir](#))
- ii. **Panorama económico** ([ir](#))
- iii. **Evolución de las principales clases de activos** ([ir](#))
- iv. **Perspectivas económicas** ([ir](#))
  1. **Clave 1: Crecimiento**
  2. **Clave 2: Inflación**
  3. **Clave 3: Tipos de interés**
  4. **Clave 4: Elecciones en EEUU**
- v. **Renta Variable** ([ir](#))
  1. Los márgenes de beneficios empresariales no dan señales de recesión
  2. Encontramos oportunidades en algunos sectores defensivos y en tecnología
  3. El “Informe Draghi” y porqué preferimos la economía norteamericana a la europea
- vi. **Renta Fija** ([ir](#))
  1. Positivos en duración, listos para aprovechar repuntes
- vii. **Divisas** ([ir](#))
  1. El euro/dólar continúa sin una tendencia clara a corto plazo
- viii. **Materias Primas** ([ir](#))
  1. Fuerte caída del precio del petróleo
- ix. **Posicionamiento** ([ir](#))

## Estrategia 4T 2024: Aterrizaje bajo control

Cerramos el tercer trimestre y con ello, dejamos atrás un verano, durante el que esperamos que hayan pasado unas magníficas vacaciones. El periodo estival resultó intenso en los mercados financieros. Las bolsas experimentaron un fuerte movimiento de ida y vuelta y tuvimos también una buena dosis de acción en los mercados de renta fija y tipos de interés. Para aquellos que nada más juzguen el destino, el verano puede haber resultado poco interesante, pero son muchas las cosas que han ocurrido durante el trayecto. Tras una corrección en torno al -10%, en las primeras semanas de agosto, las bolsas experimentaron una rápida mejoría, para recuperar la totalidad de las pérdidas en las semanas siguientes y después, tener un comportamiento lateral durante el mes de septiembre, si bien algún índice como el S&P500 alcanzase máximos históricos.

Recordar que en nuestro anterior trimestral, manifestábamos una ligera preocupación por el estado de complacencia que reinaba en las bolsas. El **entorno macro** que el consenso de analistas y estrategias consideraba **como escenario central era excesivamente optimista**, prácticamente **negando la posibilidad de cualquier desaceleración** de la actividad económica. Lejos de querer sonar alarmistas, **insistíamos en que “los ciclos siempre existen y siempre existirán” y esperábamos un aterrizaje suave de la economía**. Al comenzar el mes de agosto, el mercado mostró su típico comportamiento pendular. Por la combinación de un mal dato de empleo en EEUU y un factor algo más técnico, como fue la sorprendente subida de tipos de interés por parte del Banco Central de Japón, que causó un fuerte proceso de venta de activos de riesgo, el **sentimiento dio un giro de 180 grados**. En sólo unos días, volvieron los miedos de recesión. El optimismo se evaporaba y las bolsas experimentaron su primera caída de doble dígito en los últimos 12 meses. **Nada extraordinario que se salga del patrón habitual y estemos acostumbrados todos los años**.

En términos económicos, **nuestro escenario principal es prácticamente idéntico al que venimos describiendo** en los últimos trimestres. Se parece mucho a ese escenario estructural, de largo plazo que venimos definiendo como el nuevo paradigma. Dicho de manera más sencilla, simplemente se cierra un periodo de anomalía histórica, finalizan los tipos de interés negativos y la represión financiera y se normalizan las distorsiones consecuencia de la pandemia. Eso nos deja un **crecimiento estructural menor y una inflación estructuralmente más alta**.

Respecto de la actividad económica, el consumidor de EEUU continúa soportando su economía mientras que Europa muestra un crecimiento anémico, muy bien descrito en el reciente informe de Mario Draghi “el futuro de la competitividad europea” y China sigue enfrentándose a retos estructurales. **Riesgos a la baja, pero bajas probabilidades de recesión en los próximos 12-18 meses**.

**La mejor noticia en términos económicos viene por el lado de la inflación**. El proceso de desinflación está muy avanzado y las últimas lecturas, ya en el 2,2% en Europa y 2,5% en EEUU, finalmente se acercan al objetivo de los bancos centrales.

En términos financieros, **la mejor noticia es que la Reserva Federal de EEUU se ha sumado en el mes de septiembre, a las bajadas de tipos de interés que comenzó en junio el Banco Central Europeo**. Además, ha recuperado el tiempo perdido, implementando una bajada, no de 25, sino de 50 puntos básicos, que no sorprendió el día de su anuncio, pero que pocos esperaban apenas dos semanas antes.

No podemos decir que el terreno esté abonado y definitivamente despejado para el rally de final de año. Tenemos elecciones en EEUU a la vuelta de la esquina, los conflictos en Israel y en Ucrania no tienen visos de acercarse al final, y el invierno podría traer subidas del precio de las materias primas, replanteando dudas sobre la inflación.

Sin embargo, también **son más las señales positivas que nos hacen estar moderadamente optimistas**. Por fin las subidas bursátiles no se han limitado a unas pocas grandes compañías tecnológicas, el ciclo de bajadas de tipos de interés acaba de comenzar, en EEUU se espera un crecimiento de beneficios del +11% para este año y del +15% para el año que viene y los únicos desequilibrios argumentables son los déficits fiscales (parece altamente improbable que vayan a revertir en el corto plazo). Todo esto, se ve soportado por unos niveles de liquidez y volumen en fondos monetarios en máximos. Dinero en la cuenta que según bajen los tipos de interés, verá caer su remuneración y perderá atractivo pudiendo ser canalizado a activos de mayor riesgo, con mejores perspectivas de rentabilidad.

[\(volver al índice\)](#)

# Panorama económico

## Previsiones de consenso

	PIB						IPC						Tipos de Referencia						
	2023		2024		2025		2023		2024		2025		2023		2024		2025		
	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	
Global	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	6,0%	4,6%	4,6%	3,5%	3,5%								
EEUU	2,5%	2,3%	2,5%	1,7%	1,7%	1,7%	4,1%	3,0%	2,9%	2,3%	2,3%	5,5%	4,8%	4,7%	3,9%	3,6%			
Zona Euro	0,5%	0,7%	0,7%	1,4%	1,3%	1,3%	5,4%	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%	4,5%	3,4%	3,4%	2,7%	2,4%			
Alemania	-0,1%	0,1%	0,1%	1,0%	1,0%	1,0%	6,0%	2,4%	2,4%	2,2%	2,1%								
Francia	0,9%	1,2%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	4,9%	2,5%	2,5%	2,0%	1,9%								
Italia	0,7%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	5,8%	1,2%	1,2%	1,8%	1,8%								
España	2,4%	2,6%	2,7%	2,0%	2,0%	2,0%	3,4%	3,1%	3,0%	2,3%	2,2%								
Reino Unido	0,3%	1,0%	1,1%	1,3%	1,4%	1,4%	7,3%	2,6%	2,6%	2,2%	2,4%	5,3%	4,7%	4,7%	3,6%	3,6%			
Canadá	1,1%	1,0%	1,1%	1,7%	1,7%	1,7%	3,8%	2,6%	2,6%	2,2%	2,2%	5,0%	4,0%	3,9%	3,0%	3,0%			
Rusia	3,3%	3,3%	3,3%	1,6%	1,6%	1,6%	6,0%	7,3%	7,5%	5,1%	5,2%	16,0%	17,0%	18,3%	13,2%	13,4%			
Brasil	3,0%	2,1%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	4,6%	4,1%	4,2%	3,6%	3,6%	11,8%	10,5%	10,5%	9,5%	9,5%			
Asia																			
Japón	1,9%	0,1%	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%	3,3%	2,4%	2,5%	1,9%	2,0%	0,0%	0,3%	0,3%	0,6%	0,7%			
China	5,2%	4,9%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	0,2%	0,5%	0,5%	1,5%	1,5%	2,6%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%			
India	7,0%	7,8%	7,8%	7,0%	6,9%	6,9%	6,6%	4,8%	4,8%	4,5%	4,5%	6,5%	6,2%	6,3%	5,9%	5,8%			

\* Estimación del informe mensual de Agosto 2024

[\(volver al índice\)](#)

# Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 30/09/2024

## RENTA VARIABLE

Global	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
MSCI World (divisa cubierta)	258	1,27%	3,98%	16,48%	18,98%	-19,20%
MSCI World Growth	5.561	1,89%	3,31%	20,62%	35,95%	-29,75%
MSCI World Value	3.853	1,48%	9,01%	14,26%	8,67%	-8,77%
Europa	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
EuroStoxx50	5.000	0,86%	2,17%	10,59%	19,19%	-11,74%
Stoxx 600	523	-0,41%	2,24%	9,17%	12,74%	-12,90%
Ibex35	11.877	4,17%	8,53%	17,57%	22,76%	-5,56%
FTSE100	8.237	-1,67%	0,89%	6,51%	3,78%	0,91%
MSCI Europe Growth	209	-1,37%	-0,59%	9,16%	14,45%	-18,86%
MSCI Europe Value	136	0,35%	4,65%	8,81%	11,08%	-4,73%
Estados Unidos	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
S&P500	5.762	2,02%	5,53%	20,81%	24,23%	-19,44%
Nasdaq Composite	18.189	2,68%	2,57%	21,17%	43,42%	-33,10%
Dow Jones	42.330	1,85%	8,21%	12,31%	13,70%	-8,78%
Russell 1000	3.145	2,02%	5,73%	19,94%	24,51%	-20,41%
Russell 2000	2.230	0,56%	8,90%	10,01%	15,09%	-21,56%
MSCI USA Growth	11.661	2,44%	2,67%	24,32%	44,29%	-31,85%
MSCI USA Value	3.802	1,64%	9,34%	15,77%	6,45%	-8,66%
Asia	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
Nikkei 225	37.920	-1,88%	-4,20%	13,31%	28,24%	-9,37%
MSCI Asia ex Japan	762	8,19%	9,44%	18,83%	3,60%	-21,54%
Shanghai Composite	3.336	17,39%	12,44%	12,15%	-3,70%	-15,13%
Emergentes	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
MSCI Emerging Markets Local Currency	71.281	5,33%	5,71%	15,83%	7,07%	-17,95%
MSCI EM USD	1.171	6,45%	7,79%	14,37%	7,04%	-22,37%
MSCI EM EUR	525	5,80%	4,41%	15,67%	6,11%	-14,85%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
Energía	261	-3,85%	-4,56%	2,87%	-1,97%	46,34%
Materiales	368	3,78%	6,94%	7,97%	10,21%	-9,44%
Industria	437	2,25%	7,16%	16,96%	20,93%	-10,88%
Consumo Discrecional	427	4,71%	4,88%	10,89%	33,39%	-32,38%
Consumo Estable	302	0,31%	6,48%	10,71%	-1,37%	-4,90%
Salud	395	-3,41%	3,63%	12,60%	1,39%	-4,73%
Financiero	180	0,55%	7,99%	19,21%	12,10%	-9,32%
Tecnología	742	2,04%	0,76%	26,61%	52,27%	-30,61%
Utilities	185	4,87%	15,08%	19,79%	-3,56%	-4,57%

[\(volver al índice\)](#)



# Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 30/09/2024

## RENTA FIJA

Tipos	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
Tipos 2 años Estados Unidos (pb)	3,64%	-28	-111	-61	-18	369
Tipos 5 años Estados Unidos (pb)	3,56%	-14	-82	-29	-16	274
Tipos 10 años Estados Unidos (pb)	3,78%	-12	-62	-10	0	236
Tipos 2 años Alemania (pb)	2,07%	-32	-77	-34	-36	338
Tipos 5 años Alemania (pb)	1,95%	-24	-54	0	-63	301
Tipos 10 años Alemania (pb)	2,12%	-18	-38	10	-55	275
Tipos 2 años España (pb)	2,40%	-28	-77	-57	4	354
Tipos 5 años España (pb)	2,43%	-26	-63	-19	-54	332
Tipos 10 años España (pb)	2,93%	-21	-49	-7	-67	310
Tipos 2 años Italia (pb)	2,52%	-39	-101	-47	-33	306
Tipos 5 años Italia (pb)	2,81%	-31	-78	-26	-97	326
Tipos 10 años Italia (pb)	3,45%	-25	-62	-25	-102	328
Gobiernos Europa 3-5 años	219	1,17%	3,20%	2,27%	5,39%	-9,95%
Gobiernos USA 3-5 años	387	0,99%	4,17%	4,21%	4,46%	-7,99%

## Crédito

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
Diferencial Investment Grade Europa	59	6	-2	1	-32	43
Crédito Investment Grade Europa 3-5 años	251	1,24%	3,25%	4,02%	7,77%	-11,09%
Diferencial High Yield Europa	311	22	-8	0	-164	231
Crédito High Yield Europa 3-5 años	711	0,75%	3,33%	5,93%	13,44%	-11,08%
Crédito Investment Grade USA 3-5 años	305	1,18%	4,45%	5,71%	7,05%	-7,82%
Crédito High Yield USA 3-5 años	503	1,67%	5,15%	7,72%	12,37%	-6,95%
Subordinados financieros	305	1,28%	3,57%	5,44%	9,60%	-12,52%
AT1	180	1,02%	4,44%	10,21%	12,99%	-13,62%
Gobiernos Emergentes Local Currency	155	2,32%	7,03%	5,70%	6,91%	-8,44%

## MATERIAS PRIMAS

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
Oro	2.635	5,24%	13,23%	27,71%	13,10%	-0,28%
Brent	71,77	-8,92%	-16,94%	-6,84%	-10,32%	10,45%
Metales Preciosos	275,21	5,87%	9,81%	23,00%	4,11%	-1,90%
Metales Industriales	153,82	6,38%	1,61%	7,83%	-13,72%	-4,37%

## DIVISAS

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2023	2022
Euro / Dólar	1,1135	0,79%	3,94%	0,87%	3,12%	-5,85%
Euro / Libra	0,8325	-1,07%	-1,74%	-3,97%	-2,08%	5,23%
Euro / Yen	159,9400	-0,96%	-7,22%	2,71%	10,90%	7,27%

[\(volver al índice\)](#)

# Perspectivas económicas

## Clave 1: Crecimiento – Desaceleración pero no recesión

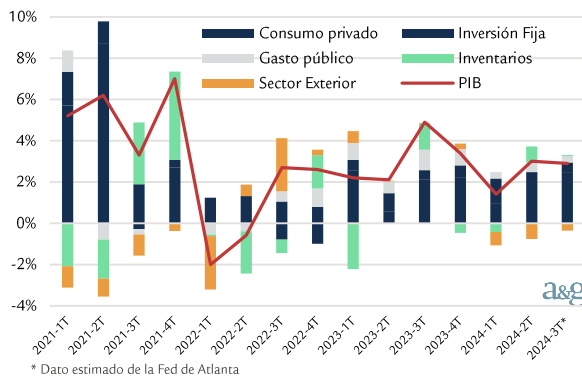
### El consumo y la política fiscal expansiva soportan el crecimiento en EEUU...

En la primera mitad del año el crecimiento del PIB en EEUU estuvo impulsado por el gasto de los consumidores, que se mantuvo más fuerte de lo estimado. De cara al próximo trimestre, el crecimiento de los salarios reales agregados junto el reciente repunte del crédito están dando soporte al consumo. Así las ventas minoristas se desaceleraron menos de lo estimado en agosto con lo que la Fed de Atlanta ha revisado su estimación de crecimiento para el 3T hasta el 2,9%.

Otro factor que ha contribuido con fuerza es el elevado gasto público. En los 11 primeros meses del ejercicio fiscal de 2024, que va desde septiembre 2023 a 2024 el déficit se ha disparado y alcanza el 8% del PIB frente al 6,2% del ejercicio anterior. Además en agosto fue de un 30% por encima de lo esperado, en lo que es el peor dato desde sept 2022.

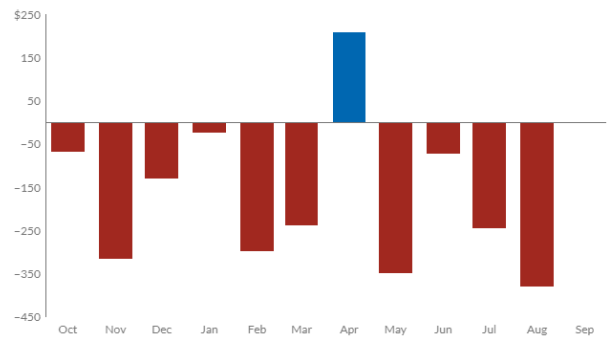
#### EEUU: PIB (trimestral anualizado)

Fuente: elaboración propia



#### EEUU: Déficit mensual (miles de Millones US\$)

Fuente: Peter G. Peterson Foundation



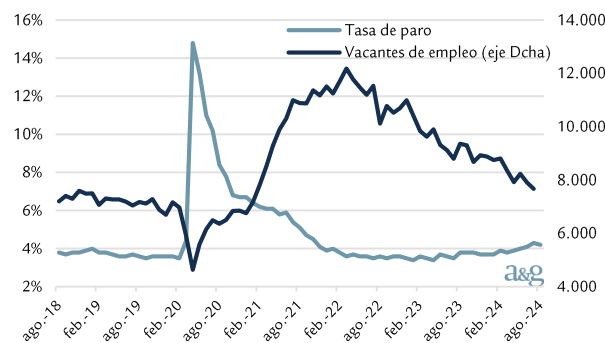
### ... aunque el empleo sigue cediendo terreno

Si bien no creemos que el mercado laboral este dando señales de recesión si que estamos observando claras señales de deterioro. Las nóminas de agosto sugieren que la debilidad de julio fue exagerada, pero que el mercado laboral se está ralentizando. Así las vacantes de empleo se están desacelerando quedando por debajo de lo esperado y la tasa de paro se ha incrementado desde niveles mínimos del 3,7% hasta el 4,2% lo que apunta a un aumento de la oferta de mano de obra.

De cara a los próximos meses el índice Bloomberg de Sorpresas de datos laborales, un indicador agregado que está dando señales negativas y apunta a que el mercado laboral, sigue ralentizándose.

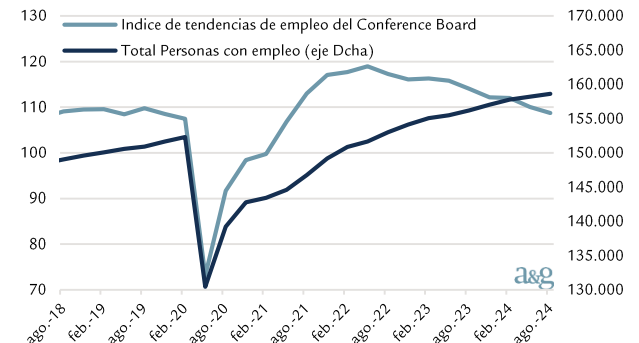
#### EEUU: Tasa de paro vs Vacantes de empleo

Fuente: elaboración propia



#### EEUU: Sorpresas datos laborales vs Total empleo

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

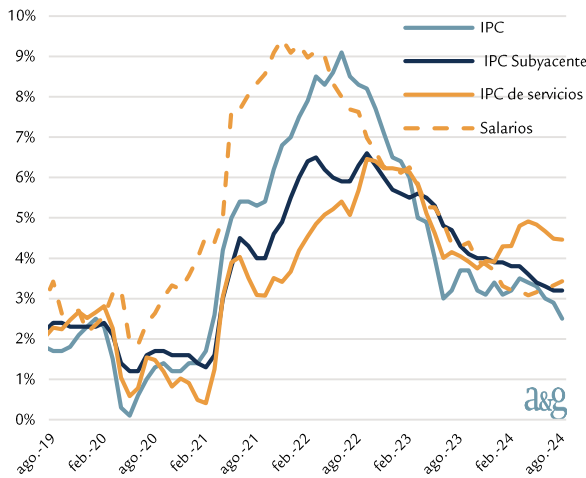
## Clave 2: Inflación – se confirma la tendencia a la baja

### En EEUU el enfriamiento del mercado laboral apunta a menores niveles de inflación

La reorientación del gasto de los consumidores hacia los servicios en lugar de los bienes tras la pandemia ha contribuido a reducir la inflación desde sus máximos. Si bien la inflación subyacente todavía está en niveles elevados las proyecciones de la Fed se han revisado a la baja en línea con la reciente desaceleración del mercado laboral. La Fed espera un ligero incremento de la tasa de paro que vaya acompañado de un menor crecimiento salarial.

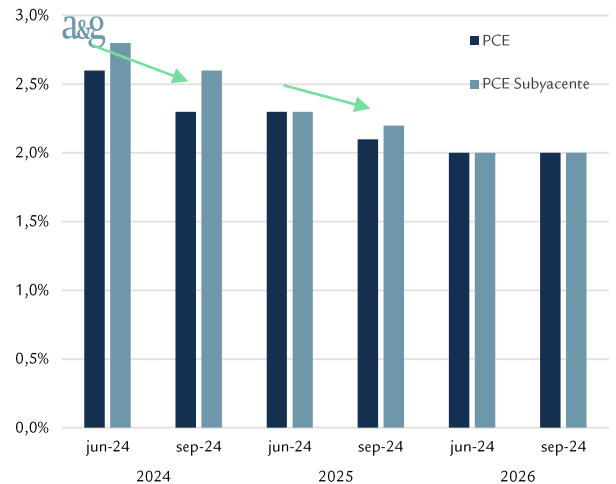
#### EEUU: IPC, subyacente, de servicios y salarios

Fuente: elaboración propia



#### EEUU: Previsiones de inflación de la Fed

Fuente: elaboración propia



### ...en la zona Euro las presiones de precios siguen cediendo terreno

En la zona Euro el BCE ha revisado ligeramente al alza sus proyecciones de inflación subyacente y no se espera que llegue hasta el objetivo del 2% hasta el 2026. No obstante, el detalle de los últimos datos de los indicadores adelantados, en concreto el componente de precios del PMI de septiembre apunta a que la ralentización del crecimiento a finales del tercer trimestre, junto con la mejora de las cadenas de suministro parecen estar pesando sobre los precios de venta que aumentaron muy moderadamente en septiembre, al ritmo más lento desde febrero de 2021 hasta niveles por debajo del objetivo del 2% fijado por el BCE.

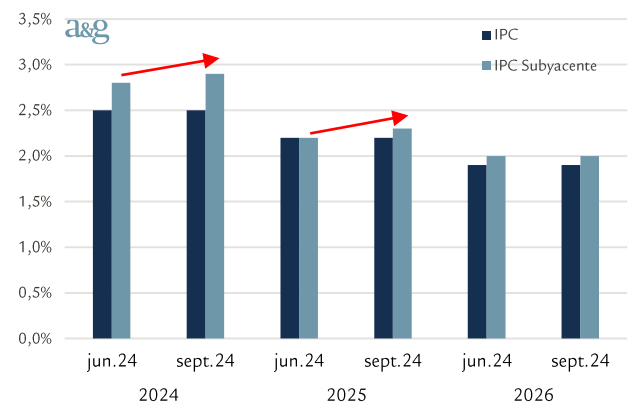
#### Zona Euro: IPC vs PMI (precios de venta)

Fuente: S&P Global



#### Zona Euro: previsiones de inflación

Fuente: BCE



[\(volver al índice\)](#)



## Clave 3: Tipos de interés – recortes de tipos por parte del BCE y la Fed

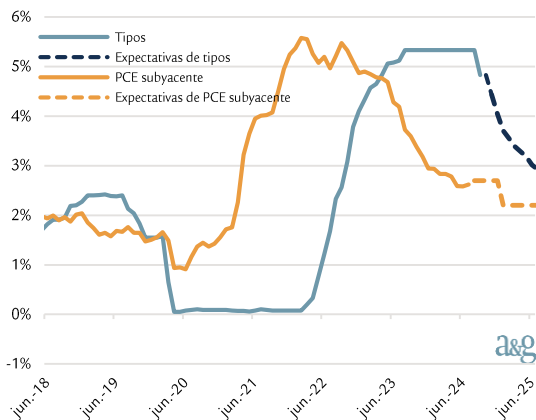
### La Fed más agresiva, los inicia con un recorte de 50pb y el BCE repite con 25 pb

**La Fed** recortó 50 pb al tiempo que dio soporte a los mercados al insistir en que no permitirán un mayor enfriamiento del mercado laboral y que el objetivo es mantener el crecimiento. Dejó en segundo plano las preocupaciones por la inflación al confirmar que esperan que mantenga la tendencia a la baja. Powell dejó claro que están dispuestos a reaccionar rápidamente si los datos se debilitan al tiempo que tranquilizó a los mercados al insistir en que la economía todavía está en un buen momento. Creemos que **la mayor agresividad del recorte y la voluntad de reaccionar rápidamente dan respaldo a los mercados** que esperamos que reaccionen con avances ante eventuales datos algo más débiles, al anticipar mayores bajadas de tipos.

**El BCE**, redujo los tipos 25 pb como se esperaba, pero **dio un mensaje más cauto. Lagarde mantuvo el foco en los precios de los servicios** que han sorprendido al alza y siguen en niveles elevados aunque también destacó la reciente desaceleración de los incrementos salariales que deberían contribuir al descenso de los mismos. A diferencia de Powell restó importancia a la debilidad del crecimiento y reiteró las expectativas de que la demanda interna recupere terreno en los próximos meses. El tono de la conferencia de prensa y el hecho de que el foco se mantenga en la inflación apuntan a que **el BCE podría continuar con un ritmo moderado de recortes trimestrales de 25 pb.**

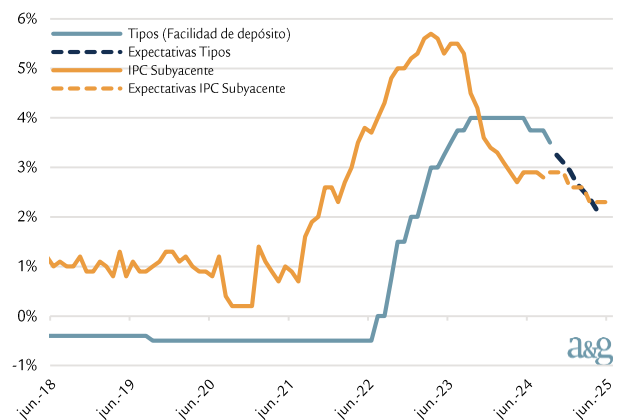
#### EEUU: Tipos & PCE sub. con expectativas

Fuente: elaboración propia



#### Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: elaboración propia

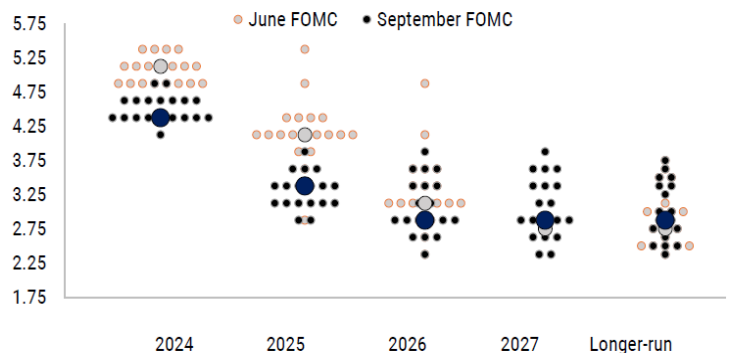


### ... la Fed dio algunas indicaciones sobre el calendario de bajadas

Con un recorte de 50 pb en la pasada reunión, la mediana de los tipos de interés esperados por los distintos miembros de la Fed implica que se esperan dos recortes más de 25 pb en las reuniones de noviembre y diciembre, hasta el 4,4% a finales de año, otros 100 para el 2025 y 50 para el 2026, dejando el nivel de llegada en un 3.0%. Estas previsiones son mucho más moderadas que las de los mercados que descuentan bajadas adicionales cercanas a los 100pb para 2024. En línea con nuestro escenario de desaceleración suave de la economía esperamos que la Fed vaya recortando tipos de una manera gradual.

#### Fed: diagrama de puntos (dot plot)

Fuente: Morgan Stanley



[\(volver al índice\)](#)

## Clave 4: Elecciones en EEUU

### Principales medidas de ambos partidos

A medida que se acerca la fecha de las elecciones en EEUU los promedios de las encuestas siguen siendo ajustados y esta escasa diferencia puede provocar una mayor volatilidad en los mercados. A falta de patrones claros en las anteriores elecciones vamos a centrarnos en las diferencias entre las políticas ya que crean importantes incertidumbres para las perspectivas económicas y de los mercados.

### EEUU: Resumen de las medidas propuestas por ambos partidos

Fuente: elaboración propia

Políticas	Medidas
<b>Impuestos</b>	Más altos para las rentas más altas y las corporaciones
	Más bajos para las corporaciones
<b>Aranceles</b>	Selectivos a China en sectores clave
	60% sobre todas las importaciones chinas y 10% sobre todas las importaciones
<b>Regulación</b>	Más estricta (medio ambiente, laboral y consumo)
	Menos estricta
<b>Inmigración</b>	Menores restricciones
	Mayores restricciones

### ... y volatilidad a corto plazo en los mercados

Si bien los efectos de estas diferentes medidas en la economía son matizados, los escenarios de victoria demócrata son más predecibles, ya que la mayoría representan una continuación de las políticas actuales mientras que los de victoria republicana arrojan un mayor cambio potencial. Así la magnitud del impacto negativo en crecimiento de unos mayores aranceles y una menor inmigración dependerá de su amplitud y alcance. Además los efectos sobre algunas variables como el déficit fiscal no se materializarán hasta el 2026 si bien ninguno de los partidos ha dado prioridad a la lucha contra el déficit.

### EEUU: Resumen de los posibles efectos a corto plazo de una victoria demócrata o republicana

Fuente: elaboración propia

	Victoria Demócrata	Victoria Republicana
<b>Crecimiento económico</b>	+	- mayores aranceles y menor inmigración
<b>Inflación</b>	+ mayor gasto social y en infraestructuras	++ mayores aranceles
<b>Déficit Fiscal</b>	+ mayor gasto social y en infraestructuras	++ aranceles y fondos IRA aún no asignados
<b>Tipos de interés</b>	+ rendimientos algo más bajos	- rendimientos más altos
<b>Dólar</b>	+ / -	++

[\(volver al índice\)](#)

## Renta Variable

Nuevos máximos históricos para el S&P 500 durante un tercer trimestre en el que hemos visto un gran comportamiento de sectores como el de consumo estable, cuidados de la salud y construcción y en el que ya no sólo son las grandes compañías americanas las que tiran del índice. Quién no haya seguido el comportamiento de la renta variable podría pensar que ha sido un camino de rosas, pero nada más lejos de la realidad. El trimestre ha estado cargado de idas y vueltas, empezando a inicios de agosto con correcciones cercanas al 10% con respecto a los máximos marcados a mediados de julio, suponiendo una purga de muchos de los excesos brindando una gran oportunidad para incrementar la exposición a renta variable. Ya en septiembre, Powell daba inicio al nuevo ciclo de bajadas de tipos con un recorte de 50pb pero con un mensaje tranquilizador desde el punto de vista macroeconómico, lo que relanzaba a los mercados hasta nuevos máximos históricos.

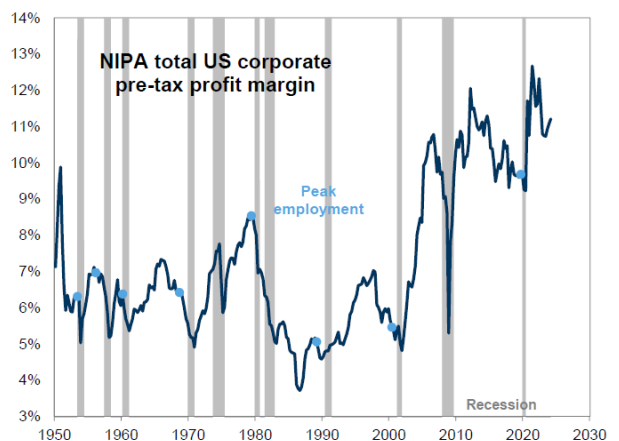
### Los márgenes de beneficios empresariales no dan señales de recesión

Las recesiones económicas suelen ir precedidas por caídas en los márgenes de beneficios. Las empresas suelen primero reducir los márgenes antes de despedir parte de sus equipos y por lo tanto las fuertes caídas en los niveles de empleo que dieron paso a las últimas recesiones fueron precedidas de fuertes caídas en dichos márgenes.

En los últimos trimestres los márgenes empresariales en EEUU se han incrementado. Las empresas han sido capaces de aumentar sus márgenes gracias muy probablemente a través de un continuo poder de fijación de precios, una fuerte disciplina de costes y mejoras en la productividad. Respecto al futuro, creemos que se mantendrán. Al hecho de que el impulso macroeconómico estadounidense, si bien se está desacelerando, sigue siendo bastante resistente se unen los efectos positivos de una desaceleración de los precios y una disminución de las presiones en los costes, en particular por los salarios.

#### S&P500: márgenes de beneficios vs recesiones

Fuente: Goldman Sachs



## El “Informe Draghi” y por qué preferimos la economía norteamericana a la europea

### 1. Innovación

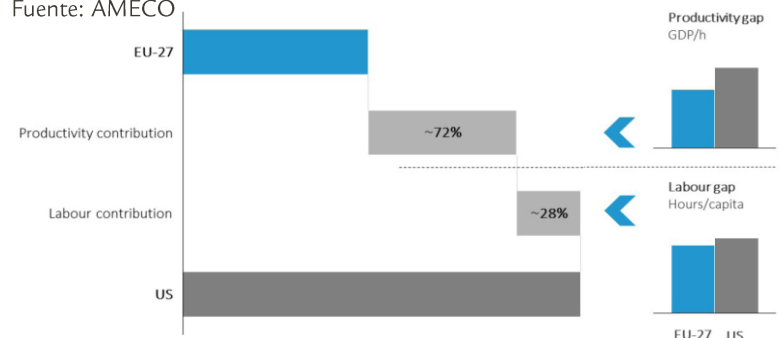
#### Nos quedamos atrás en los últimos 20 años...

La UE ha quedado rezagada frente a EE.UU. y China en innovación, especialmente en inteligencia artificial.

72% de la diferencia de ingresos per cápita se debe a la baja productividad.

#### PIB per cápita

Fuente: AMECO



[\(volver al índice\)](#)

## 2. Descarbonización y competitividad

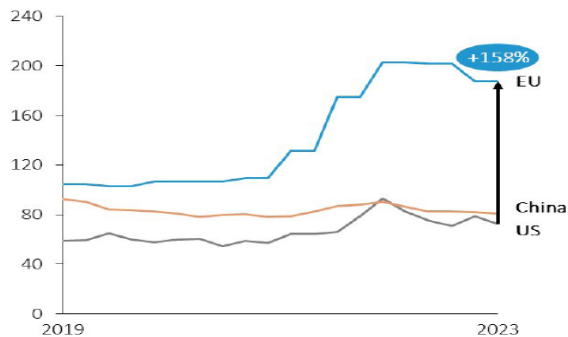
### Las empresas europeas enfrentan altos costes energéticos frente a su competencia...

Las empresas de la UE se enfrentan a **costes energéticos mucho más elevados** que las de EEUU, **y esto es un lujo que Europa no puede permitirse**. Los **precios de la electricidad** en la UE son entre **2 y 3 veces superiores**, mientras que los del **gas natural** son entre **4 y 5 veces superiores a los de Estados Unidos**.

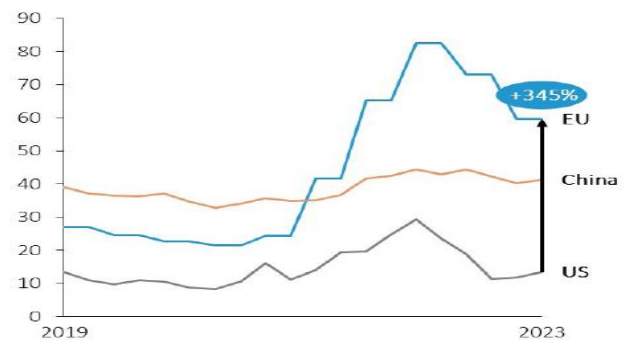
#### Precios de la electricidad y gas para la industria (Eur/MWh)

Fuente: European Commission

Industrial retail power prices  
EUR/MWh



Industrial gas prices  
EUR/MWh



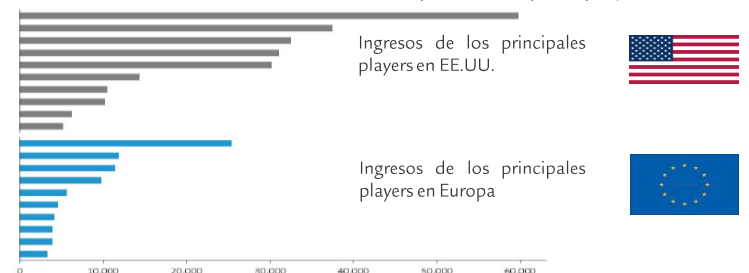
## 3. Seguridad y reducción de la dependencia

### Necesidad de una política exterior para la defensa común

El **aumento de los riesgos geopolíticos conlleva la necesidad de aumentar la seguridad y reducir la dependencia de materias primas** fundamentales y tecnologías digitales para garantizar un crecimiento sostenible. La **industria europea de defensa está fragmentada**, compuesta principalmente por actores nacionales que operan en mercados relativamente pequeños.

#### Comparativa de los integrantes en defensa (Ingresos en millones de €)

Fuente: Elaboration on Defence News Top 100 European players



## Conclusiones

1. Aunque ya se han publicado informes similares en el pasado, las reformas en Europa son lentas y poco efectivas.
2. Factores como la rigidez laboral, alta regulación y deficiente gestión empresarial frenan la productividad.
3. La UE enfrentará dificultades para aumentar la inversión al nivel necesario debido a restricciones fiscales y oposición política, especialmente de Alemania.
4. Las reformas están más enfocadas en proteger la cuota de producción europea frente a la competencia de EE.UU. y China, sin garantizar un crecimiento absoluto.

[\(volver al índice\)](#)

## Encontramos oportunidades en algunos sectores defensivos y en tecnología

### Los sectores defensivos

Estos sectores históricamente han tendido a superar a sus homólogos cíclicos tras el primer recorte de tipos de la Fed dado que los inversores buscan sectores de mercado que tengan más probabilidades de resistir un entorno de crecimiento más débil y beneficiarse de recortes de tipos. A esto se suman unas valoraciones atractivas debido a que en los últimos trimestres estos valores se han quedado rezagados. Además en conjunto, existe bastante incertidumbre ante bajadas de tipos adicionales y las próximas elecciones presidenciales en Estados Unidos.

### Los sectores defensivos se benefician de:

- Una mejora en las condiciones de financiación que permite a las empresas refinanciar su deuda existente, y también considerar nuevas oportunidades de inversión y crecimiento.
- Valoraciones en niveles atractivos ya que los valores se han quedado atrás en el último ciclo de subidas de tipos
- **Además en el sector de consumo estable** esperamos que los precios más bajos impulsen los volúmenes, mientras que la disminución de los costes de las materias primas debería ayudar a restablecer la rentabilidad. Este sector ha sido uno de los más afectados por la inflación, y en el que los efectos positivos de la desinflación aún no se han materializado.
- Y en el sector de **utilities**, esperamos que el consumo de electricidad se incremente tras 15 años de crecimiento negativo gracias al elevado consumo de los centros de datos, la Inteligencia Artificial y la electrificación.

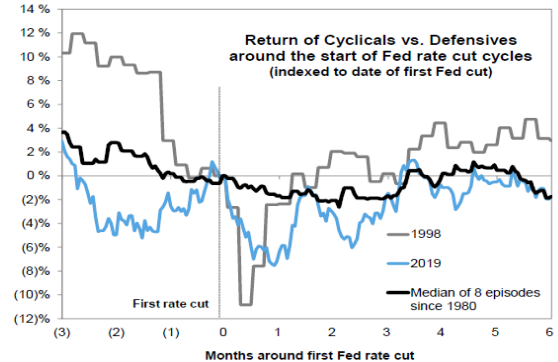
**En el sector tecnológico**, a pesar del buen desempeño reciente, seguimos encontrando valor en el sector como una posición estructural en cartera gracias a unos crecimientos por encima del mercado impulsados por la continua innovación que generan este tipo de compañías. Sus valoraciones aunque elevadas están en línea con las valoraciones medias del S&P500. Las compañías tecnológicas están transformando todos los sectores de la economía. Así las empresas del sector están bien posicionadas para enfrentar las demandas futuras de un mundo cada vez más interconectado y digitalizado gracias a:

**Fuertes crecimientos:** la demanda de tecnologías emergentes como IA está aumentando, impulsando el crecimiento, lo que presenta oportunidades para capitalizar este avance en diversas industrias.

**Innovación constante:** el sector se caracteriza por su capacidad de innovar rápidamente, lo que crea un entorno dinámico con productos y servicios revolucionarios que generan un impacto significativo en los mercados globales.

### Retorno de cíclicos vs defensivos en ciclos de recortes de la Fed

Fuente: Goldman Sachs



### EEUU: Defensivos vs S&P 500 y Tipos de la Fed

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

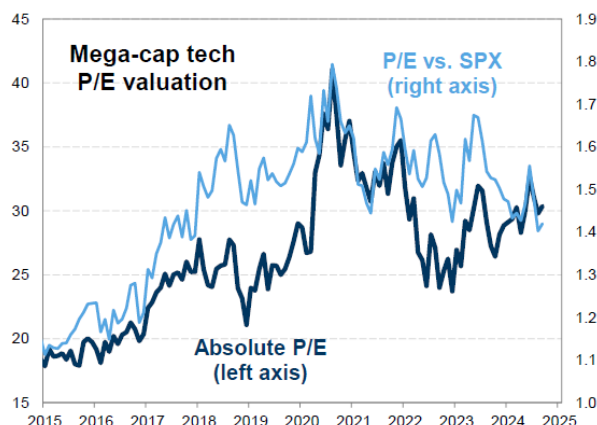
**Digitalización global:** a medida que más empresas y gobiernos adoptan la transformación digital, la tecnología se convierte en un componente clave para impulsar la eficiencia, reduciendo costes operativos y creando nuevas fuentes de ingresos.

**Resiliencia ante crisis:** muchas de las empresas se adaptan rápidamente a las necesidades cambiantes del mercado.

**Diversificación global:** Invertir en tecnología permite una diversificación geográfica natural, ya que las principales empresas tecnológicas tienen una presencia global, reduciendo el riesgo de concentrarse en un solo mercado.

### S&P500: P/E Mega-caps tecnológicas

Fuente: Goldman Sachs



[\(volver al índice\)](#)



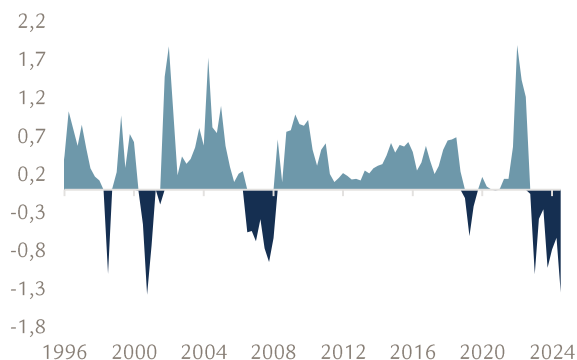
# Renta Fija

## Positivos en duración, listos para aprovechar repuntes

Las bajadas de tipos de interés que está descontando ahora mismo el mercado nos parecen excesivas, tal y como se puede observar con el diferencial entre el 2 años americano, que es el tramo con mayor correlación con las expectativas de política monetaria, y el tipo de interés de la Reserva Federal, que muestran un “desacople” muy amplio. Este ritmo de bajadas actualmente descontado por el mercado solo se correspondería con un grado de deterioro macroeconómico del que, de momento, no estamos viendo señales, lo que nos invita a ser cautos con la duración a corto plazo. Este desajuste entre bancos centrales y expectativas de mercado ha tendido históricamente a corregirse, por lo que, a pesar de que la tendencia a medio plazo es clara y es de bajadas, esperamos ligeros repuntes en rentabilidades en el corto plazo, que aprovecharíamos para acercarnos progresivamente a ese tramo 4-5 de la curva, donde actualmente vemos más atractivo.

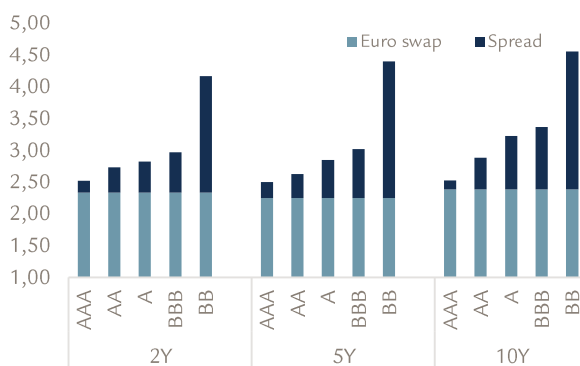
### TIR 2Y Americano – Tipo oficial de la FED

Fuente: Elaboración propia



### Rentabilidad esperada por tramo de la curva y rating

Fuente: Elaboración propia



Reiteramos nuestra preferencia por los tramos medios, donde la diferencia por el componente de tipos es cada vez más reducido a medida que las curvas se van positivizando, y donde además contamos con un ensanchamiento de diferenciales de crédito que sitúan los niveles de rentabilidades agregadas en niveles atractivos, a la vez que contamos con un margen de seguridad por si hubiera repuntes en rentabilidades por el efecto del “carry” y por otro lado, sensibilidad y potencial de revalorización para un camino y una dirección de vuelo, que sigue siendo clara, y es de bajadas de tipos.

## ... con el crédito caro por valoración, pero apoyado por aspectos técnicos

Los diferenciales de crédito siguen cotizando por debajo de sus medias históricas, lo que sitúa las valoraciones en niveles exigentes y nos llevan a ver valor en la combinación entre crédito y deuda soberana por su potencial de descorrelación futura. No obstante, aspectos técnicos como el alto volumen de emisiones ya emitido, aliviará la oferta en lo que queda de 2024, mientras que la fuerte demanda, reflejada en entradas récord en fondos de crédito europeos en las últimas semanas y unos altos ratios de sobresuscripción en primarios (“bid-to-cover”), deberían ayudar a contener los diferenciales en niveles estables, lo que refuerza las perspectivas positivas para el crédito.

### Volúmenes de emisión YTD vs 2023

Fuente: Elaboración propia

	YTD Sept. 2024	YTD Sept. 2023	Cambio (%)
Covered Bonds	141	179	-21%
Fin Senior	178	196	-9%
Tier 2	46	29	62%
ATI (CoCos)	21	12	70%
<b>Total Financieros</b>	<b>386</b>	<b>416</b>	<b>-7%</b>
Senior Investment Grade	288	232	24%
Híbridos Corporativos	19,9	12,4	60%
Senior High Yield	59	31	93%
<b>Total Corporativos</b>	<b>367</b>	<b>275</b>	<b>33%</b>
<b>Total</b>	<b>753</b>	<b>691</b>	<b>9%</b>

### Evolución ratio bid-to-cover (EUR)

Fuente: Banco Santander

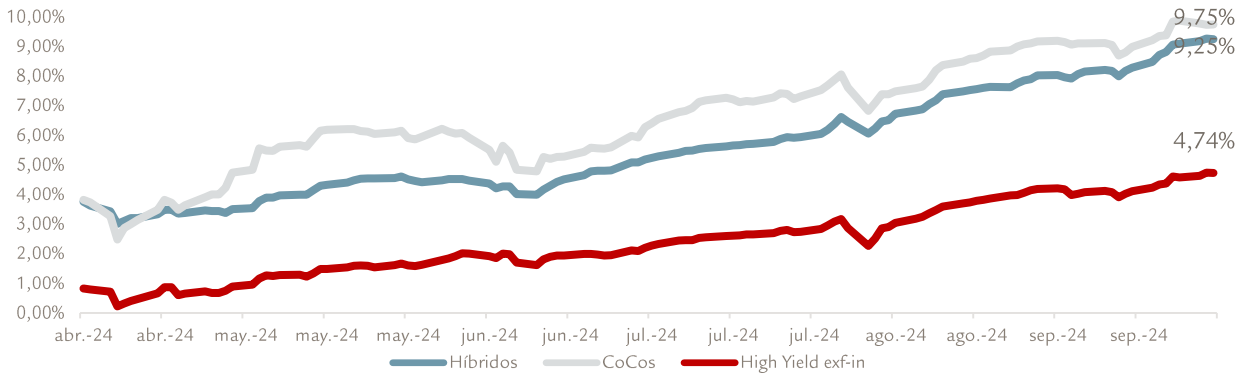


### ... y el segmento subordinado que sigue registrando un YTD espectacular

Los híbridos y CoCos están registrando un año espectacular a pesar de su fuerte incremento en volumen de emisiones en 2024, lo que refleja una mayor confianza del mercado en que los ejercicios de amortización se sigan llevando a cabo, escenario que esperamos que se mantenga a lo largo de 2024 y que creemos que contribuirá a mantener los diferenciales en niveles estables, **apoyados también por ese menor volumen de emisiones esperado en lo que resta de año**. No obstante, como venimos comentando, cada vez somos más selectivos con las emisiones, **centrándonos principalmente en aquellas con altos resets de cupón**, dado que serán menos sensibles ante posibles repuntes en los diferenciales de crédito y una posible reevaluación del riesgo de extensión.

#### Rentabilidad YTD: CoCos e Híbridos vs High Yield

Fuente: Elaboración propia



### ... donde seguimos viendo recorrido frente al High Yield

A pesar del buen comportamiento del segmento subordinado en el año 2024, **reiteramos nuestra preferencia por los híbridos corporativos ante el segmento de alto rendimiento**, al ser emisores de alta calidad crediticia, con balances sólidos, y donde a pesar de que el diferencial frente a la deuda senior se ha reducido, seguimos obteniendo una rentabilidad adicional atractiva. Por otro lado, los **subordinados financieros nos siguen gustando** en un mercado que ha recuperado la normalidad y confianza, con unos **fundamentales sólidos** beneficiados por un mayor margen de intereses si cabe que en el año 2023, **ratios de capital muy holgados**, y una **tasa de mora en mínimos**, que ha permitido una mejora continua de los ratios de capitalización, solvencia y liquidez.

#### Rentabilidad esperada por tipo de deuda y duración

Fuente: elaboración propia



## Divisas

### El euro/dólar continúa sin una tendencia clara a corto plazo

El dólar cayó con fuerza en el mes de agosto hasta niveles de 1,12€/\$. Lastrado por los datos macro más débiles en EEUU que dieron paso a fuertes correcciones en los mercados situándose en la parte alta del rango lateral 1,06€/€ - 1,12€/€.

La cotización del dólar frente al euro se **mantendrá vinculada a las dinámicas de crecimiento** y al contexto global y esperamos que se mantenga dentro del rango en los próximos meses si no vemos ninguna sorpresa en la macroeconomía o bancos centrales. La **geopolítica, los precios de las materias primas y un crecimiento global a la baja** continúan siendo riesgos para la cotización del euro/dólar. Esperamos que estas tendencias se mantengan a medio plazo con lo que mantenemos un posicionamiento neutral en el dólar.

#### Cotización Euro / Dólar

Fuente: MarketScreener

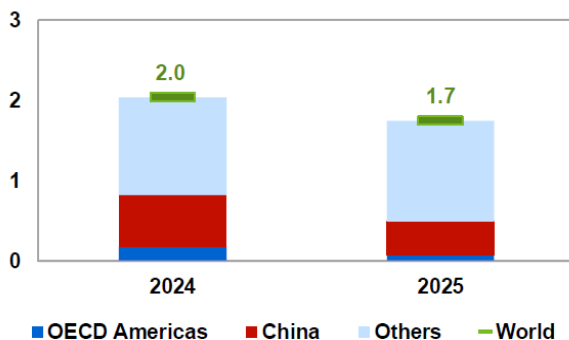


## Materias Primas

**Fuerte caída del precio del petróleo** en este trimestre lastrado por la revisión a la baja de la previsión de demanda mundial de petróleo para 2024 debido a la mayor debilidad de la demanda china. Tanto la OPEP como la AIE han reducido sus previsiones citando el impacto del debilitamiento de la economía china en el consumo. El precio del petróleo ha caído a mínimos del año pese a la decisión de la OPEP de prolongar los recortes de producción hasta finales de 2025. No obstante, dicha política de recortes parece que podría al menos revisarse tras el anuncio por parte de Arabia Saudí a finales de septiembre que podría aumentar la producción para ganar cuota y abandonar su objetivo de 100 dólares por barril. Dicho esto, el menor precio del petróleo a finales del 3T, refleja también una menor prima por riesgo geopolítico que podría dispararse en el supuesto de un incremento de la tensión en alguno de los conflictos que siguen abiertos.

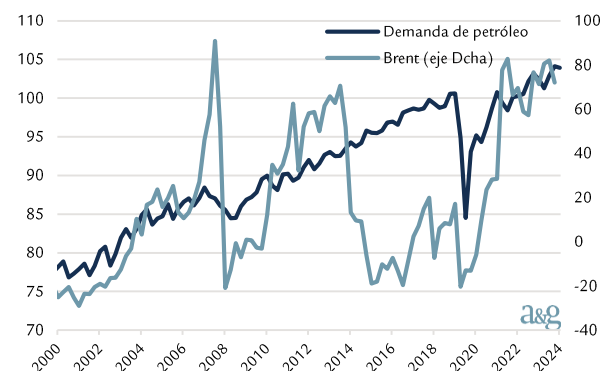
#### Demanda mundial de petróleo (incremento en mb/d)

Fuente: OPEP



#### Demanda de petróleo vs Brent

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

## Posicionamiento

Nuestro escenario base es que viviremos una suave desaceleración económica, con inflación y tipos de interés a la baja a lo largo de toda la curva. Esta situación provocará un movimiento de positivización en la curva, es decir, las bajadas serán más pronunciadas en los tramos cortos que en los largos. Gran parte de nuestro posicionamiento se centrará en las repercusiones que tendrá este movimiento de la curva en los activos de riesgo.

Tras la subida de exposición en renta variable durante la corrección del pasado mes de agosto, nos mantenemos neutrales en los 3 principales activos, es decir, renta variable, renta fija y liquidez. Sin embargo, seremos parcialmente agresivos en algunas estrategias relativas, provocando en nuestras carteras una sensibilidad contra los índices mayor que 1. Crecimiento sobre valor, mercado asiático, pequeñas y medianas compañías sobre grandes, o sectores como tecnología son algunas de ellas en renta variable, mientras que la inversión en bonos subordinados sería un ejemplo en renta fija. Para compensar esta Beta superior a 1, mantenemos la sobreponderación en duración, siendo nuestra zona preferida el tramo medio de la curva.

### Asset Allocation



- Vemos valor tanto en la Renta Fija como en la Renta Variable. Las valoraciones son algo más moderadas en Renta Variable mientras que la Renta Fija, se beneficiará del efecto del carry y de las bajadas en las rentabilidades

### Posicionamiento Geográfico



- Positivos en Estados Unidos respecto a Europa
- Positivos en Asia

### Estilos de Inversión



- Positivos en crecimiento respecto valor
- Positivos en pequeñas y medianas compañías respecto grandes
- Negativos en cíclicas respecto defensivas

En renta fija corporativa, aunque pensamos que ahora mismo no está especialmente barata, seguimos creyendo que se encuentra en un escenario óptimo. Compañías con mucha caja, tipos a la baja, mayor acceso a la financiación y resultados empresariales mejorando, nos invitan a incrementar nuestra exposición si asistiéramos a ampliaciones de los diferenciales de crédito. Para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, seguimos pensando que antes que los bonos de alta rentabilidad, tienen más valor bonos híbridos corporativos de compañías sólidas, con buena calidad de balance y cuyo emisor disfrute de una buena calificación crediticia.

En renta variable, hemos aprovechado la corrección para incrementar nuestra exposición, viniendo después una subida de mercado que ha sido acompañada por un mayor número de valores que en subidas anteriores a unas valoraciones inferiores. Por tanto, nos encontramos en niveles de precios similares con valoraciones algo inferiores. Seguimos creyendo que estamos en un entorno adecuado para el mercado de acciones, con unas valoraciones en torno a 20 en Estados Unidos, bastante razonable para el sesgo a crecimiento que están teniendo sus principales índices.

Geográficamente, a pesar de la diferencia de rentabilidades a favor de Estados Unidos frente a Europa de los últimos años, mantenemos nuestra preferencia por la economía americana, alimentada por su fuerte crecimiento en beneficios, así como áreas donde el mercado mantiene bajas expectativas y existe un menor riesgo de decepción, como Asia.

A nivel sectorial, además de cierto posicionamiento estructural en tecnología, nos gustan ciertos sectores defensivos como consumo estable o Farma, ligados a las bajadas de tipos como Utilities o Real Estate u otros menos defensivos como energía. También sobreponderamos las pequeñas y medianas compañías, cuya valoración relativa es atractiva y se beneficiarían en un entorno de desaceleración moderada, tipos de interés a la baja y mayor acceso a la financiación.

[\(volver al índice\)](#)

## Renta Variable

### Positivos en Estados Unidos respecto a Europa

**Preferimos tanto la economía americana como la estructura sectorial de sus índices.** A pesar que las valoraciones de los índices europeos están por debajo de los americanos, entendemos que están más que justificadas por la composición de sus respectivos índices y nuestra preferencia por sectores ligados a crecimiento respecto valor. Si además tenemos en cuenta los diferenciales de crecimiento en beneficios, la agilidad de Bancos Centrales y estamentos públicos y su independencia energética, nuestra convicción es aún mayor.

### Positivos en Asia

Dentro de la región asiática encontramos una diversidad de países que contribuyen al dinamismo y al atractivo de la región. **El crecimiento robusto de estas economías emergentes y desarrolladas subraya la resiliencia y el potencial de Asia**, consolidándola como un **actor crucial en el panorama económico mundial**. El resurgimiento de **China** a través de políticas fiscales y monetarias expansivas y el extremo pesimismo en la región, provoca que, a pesar de los riesgos de contagio del sector inmobiliario, las primas de riesgo están en niveles muy atractivos. **India**, con su creciente mercado de consumo y su impulso hacia la digitalización, **Corea del Sur que continúa destacándose por su innovación tecnológica** y **Taiwán**, con su fortaleza en la producción de semiconductores hacen que estemos positivos en la región gracias al alto crecimiento y unas **valoraciones atractivas**. **Estimamos que inversores más conservadores pueden ligar su posición a Japón en lugar de las economías emergentes.**

### Positivos en crecimiento respecto valor

Una vez alcanzado el techo de los tipos de intervención de los Bancos Centrales y descontarse unos tipos menores para los diferentes períodos, **mantenemos nuestra preferencia en aquellas compañías ligadas a crecimiento con sesgo a calidad.**

### Positivos en pequeñas y medianas compañías respecto grandes

El hecho de que los principales bancos centrales den indicaciones sobre el inicio del ciclo de bajadas de tipos y el buen tono de la economía que parece estar en un aterrizaje suave, nos lleva a sobreponderar las pequeñas y medianas compañías, que encuentran un entorno que las beneficia y que tienen unas **valoraciones muy inferiores a las de las grandes compañías.**

### Negativos en cíclicas respecto defensivas

El entorno de bajadas de tipos de interés nos lleva a posicionarnos en aquellos sectores defensivos más sensibles a mejoras en las condiciones de financiación.

## Renta Fija

### Positivos en duración

**Los tipos de intervención han iniciado el ciclo de bajadas** y el principal catalizador de la renta fija serán las expectativas de nuevas bajadas de tipos de interés. La dirección es de bajadas y esto es lo que tiene que importar. Entendemos que es buen momento para complementar gobiernos con crédito, en el tramo medio de la curva, donde vemos cierta revalorización si los tipos caen desde estos niveles y por otro lado, colchón de seguridad ante posibles repuntes.

[\(volver al índice\)](#)

## Neutrales en gobiernos respecto a crédito

A pesar de que los diferenciales de crédito cotizan en niveles por debajo de sus medias históricas, no podemos olvidar que nos encontramos **en un entorno óptimo para los bonos privados**. Tipos a la baja, beneficios empresariales estables y compañías bien financiadas deben limitar aumentos en las tasas de morosidad.

## Positivos en híbridos y AT1s respecto a High Yield

A estos niveles evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia, que deberían sufrir más en un entorno de desaceleración. En ese mismo nivel de rentabilidades y a pesar de su subordinación, preferimos híbridos corporativos de aquellas compañías sólidas, con buena calidad de balance y que gozan del grado de inversión como emisor. Los AT1s también gozan de buenas señales, con un mercado primario y amortizaciones a la call que van volviendo a la normalidad, buenos resultados de la banca, atractivos datos de solvencia, mejoras de los ratings crediticios y el respaldo de los reguladores. **Son dos de nuestras principales posiciones.**

## Divisas

### Neutrales en dólar frente a Euro

No esperamos una apreciación del dólar. Su elevado déficit público y mayor agresividad en las bajadas de tipos deberían limitarlo, si bien es cierto que la incertidumbre en Europa no debería fortalecer al Euro.

## Inversiones en Mercados Privados

### Positivos en mercados privados

Desde el máximo del año 2021, la captación de fondos para la inversión en Mercados Privados se ha visto mermada principalmente a causa del incremento de los costes de financiación, y a unas perspectivas de crecimiento inciertas. En este entorno, muchos gestores han mantenido activos para evitar venderlos a múltiplos más bajos, lo que ha provocado una caída de la actividad y un freno a nuevos compromisos. En el último año, la captación de fondos ha caído un 22% en todas las clases de activos, el total más bajo desde 2017. Como sucede en los mercados cotizados, siempre hay excepciones, y esta caída no afecta de igual manera a todas las estrategias, y los fondos más grandes (estrategias “buyout”) han tenido un año récord en captación, algo que ha favorecido a la concentración en gestores y estrategias. 25 gestores concentran el 41% de los compromisos, y los 5 primeros el 20% de este total.

En este entorno de reducción general en captación de capitales, de reducción de actividad, y con unos resultados de gestión durante los dos últimos años por debajo de su media histórica, nosotros creemos que las valoraciones actuales y el nuevo entorno macroeconómico de reducción de costes de financiación en el que nos adentramos, son un viento de cola para los mercados privados.

[\(volver al índice\)](#)





Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

		Infraponderar	Neutral	Sobreponderar
<b>Cambio</b>	<b>Clase de Activos</b>			
=	Renta Variable			
=	Renta Fija			
=	Liquidez			
=	<b>Renta Variable</b>			
=	Europa			
=	USA			
=	Emergentes			
	<b>Relativos</b>			
=	Europa / USA			
=	Desarrollados / Emergentes			
=	Growth / Value			
=	Large / Small and Mid Caps			
▼	Cíclicos / Defensivos			
=	Asia / Resto Emergentes			
	<b>Renta Fija</b>			
=	Duración			
	<b>Relativos</b>			
=	Gobiernos / Crédito			
▼	Grado de Inversión / Alta rentabilidad			
	<b>Divisas</b>			
=	USD			
▲	<b>Inversiones en Mercados Privados</b>			

[\(volver al índice\)](#)



[www.ayg.es](http://www.ayg.es)

El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado. La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros, no contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero u otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones. Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G