HOUSE VIEW

BANCOS CENTRALES: CARRERA DE CARACOLES

BancaMarch

Bancos centrales: carrera de caracoles

Posición Estratégica

Clase de Activo	-2	-1	Neutral	+1	+2
Liquidez			●		
Renta Fija				●	
Renta Variable		●			
Alternativos			●		

Renta Fija	-2	-1	Neutral	+1	+2
Deuda Soberana		●			
EE.UU.			●		
Euro		●			
Bonos Corporativos				●	
Investment Grade				●	
High Yield			●		
Deuda Emergente				●	
Bonos Convertibles			●		

Renta Variable	-2	-1	Neutral	+1	+2
Europa			●		
Estados Unidos				●	
Emergentes				●	
Resto del Mundo		●			

Alternativos	-2	-1	Neutral	+1	+2
Líquidos		●			
Ilíquidos				●	

Divisas	–		Neutral		+
Dólar			●		
Libra Esterlina		●			

MACROECONOMÍA

Navegando por un equilibrio inestable: el ciclo económico se sobrepondrá a las incertidumbres electorales y geopolíticas.

Entrando ya en la segunda mitad del año, el escenario económico está confirmando nuestras expectativas: la resiliencia continúa, el ciclo extiende su *séptima vida y como si de Aquiles se tratara, se resiste a caer vencido.* Este aguante de la actividad es especialmente destacable porque está coincidiendo con un entorno de gran incertidumbre geopolítica y, sobre todo, con unas condiciones financieras restrictivas.

El buen comportamiento del sector servicios y los efectos de unas políticas fiscales muy expansivas implementadas en los últimos años, están permitiendo compensar las fuertes subidas de tipos de interés. A la vista de los últimos datos conocidos, todo apunta a que, en los próximos meses, atravesaremos una desaceleración paulatina del crecimiento mundial, pero sin indicios de un parón brusco de la actividad.

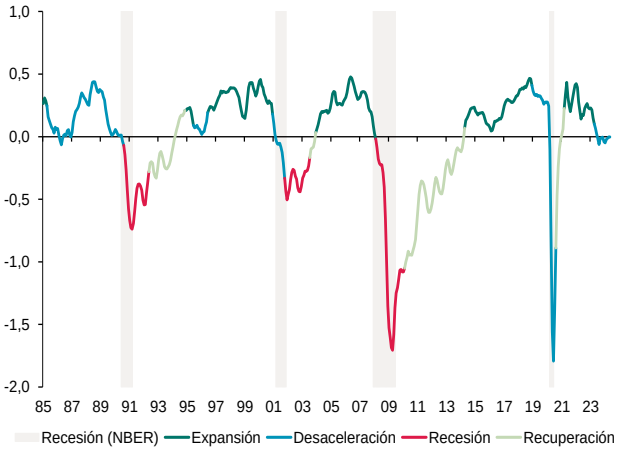
Por su parte, las presiones inflacionistas van poco a poco remitiendo, lo que nos permite anticipar que, en la segunda mitad del año, la inflación será un dolor de cabeza menor para las autoridades monetarias.

La economía mundial transitará a un escenario de menor dinamismo, pero soportada por el consumo y un mercado laboral robusto.

En un 2024 marcado por el intenso calendario electoral, los acontecimientos políticos siguen generando incertidumbre, algo que continuará presente en los próximos meses a medida que nos acerquemos a las elecciones presidenciales de Estados Unidos de noviembre y, sobre todo, por la continuidad de dos trágicos conflictos bélicos como la son guerra de Ucrania y Gaza. Sin embargo, estas incertidumbres contrastan con la resiliencia de la economía global, que prosigue su proceso de aterrizaje suave y desinflación progresiva. En este contexto, pensamos que el crecimiento global va a ir a menos y prevemos un avance del PIB global del +3% este año, una décima menos que el año pasado y cuatro por debajo del promedio histórico.

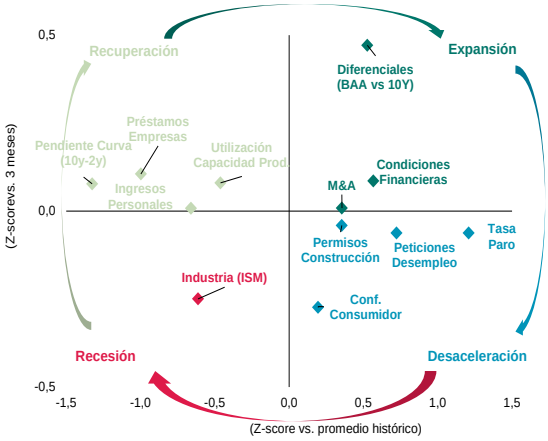
En Estados Unidos, nuestro modelo del momento del ciclo incluso ha repuntado durante los primeros meses del año y se resiste a caer en terreno de fuerte desaceleración (gráfico 1).

1. La actividad resiste en EE.UU.



Fuente: Bloomberg y Banca March

2. Solamente un indicador en terreno de recesión

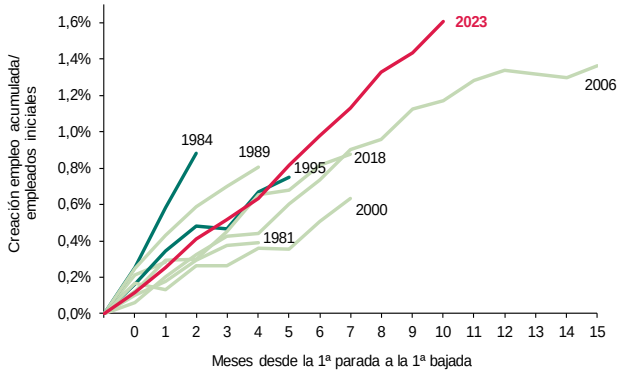


Más importante aún, es el análisis de los componentes, el cual muestra un único indicador en zona de contracción y está relacionado con la confianza de los empresarios de las manufacturas, un sector especialmente castigado. Frente a ello, en los últimos meses las perspectivas de llegada de las primeras bajadas de tipos oficiales, unas bolsas en máximos y una estabilización de los préstamos a empresas, han facilitado una clara mejora de las condiciones financieras permitiendo que estos indicadores entren en terreno de recuperación.

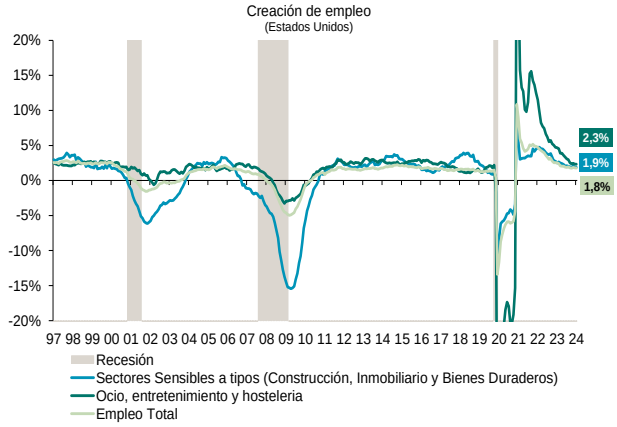
Por otro lado, los indicadores más ligados al mercado laboral y al consumo empiezan a mostrar señales de cansancio. Algo que consideramos un proceso habitual tras el fuerte dinamismo de estas variables en los últimos trimestres.

Empezando por el empleo, como vemos en el gráfico 3, estamos asistiendo a la mayor creación de puestos de trabajo tras un ciclo de endurecimiento de las condiciones financieras. Desde que la Fed ha pausado la subida de tipos, hace ahora prácticamente un año, la economía americana ha incrementado el empleo en más de 2,5 millones de personas, algo nunca visto. Un dato que, en términos históricos, confirma la inusual fortaleza del mercado laboral y es uno de los factores que explica la resiliencia del actual ciclo económico, así como el aplazamiento de las bajadas de tipos en Estados Unidos –recordamos que el mandato de la Fed es dual y reside en la estabilidad de los precios, pero también del empleo–.

3. Una creación de empleo récord (EE.UU.)



4. Empleo sostenido en sectores cíclicos (EE.UU.)



Fuente: Bloomberg y Banca March

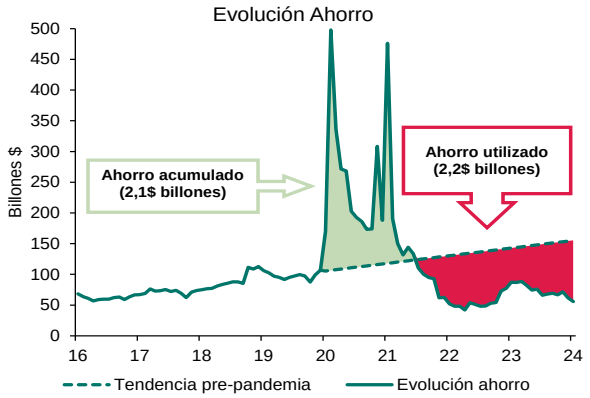
Además, si analizamos la composición sectorial (gráfico 4), también encontramos otros factores de resiliencia inusuales que nos permiten sostener que el empleo va caminando hacia una desaceleración, pero dentro de un mercado laboral robusto.

Cuando comparamos los datos actuales frente a los últimos periodos de tipos de interés elevados, como fueron los años 2000 y 2007, la diferencia de comportamiento es notable: en el pasado, y como es de esperar, el aumento de los tipos de interés impacta en primer lugar a los sectores más sensibles a los costes de financiación como son construcción, servicios inmobiliarios y producción de bienes duraderos. Por ello, habitualmente la creación de empleo comienza a debilitarse en estos sectores meses antes de que la caída del empleo en el conjunto de la economía sea una realidad.

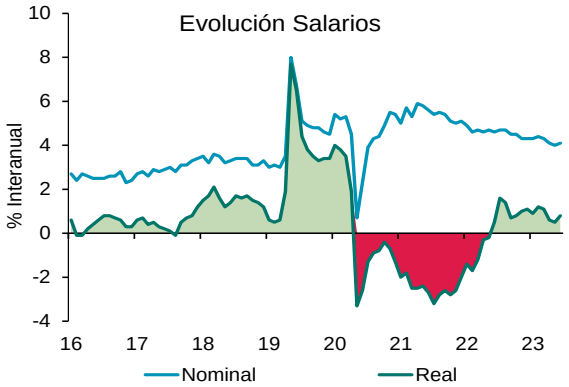
Sin embargo, estos tres sectores todavía crecen a ritmos del +1,9% interanual, un nivel incluso superior al +1,8% del conjunto de la economía. Asimismo, en sectores tan cíclicos como ocio y hostelería, el empleo aumenta también a ritmos superiores (+2,3% interanual). Estas cifras apuntan a que el gasto de los consumidores en servicios sigue siendo dinámico junto con un mercado laboral que se mantiene soportado sin una pérdida de dinamismo acelerada.

En cuanto al consumo, los próximos meses estarán marcados por fuerzas opuestas. Por una parte, el importante empuje que supuso la bolsa de "exceso de ahorro" construido durante la pandemia ya no tendrá el mismo potencial dado que, en Estados Unidos, los hogares habrían ya agotado este colchón. Frente a ello, la inflación está remitiendo y los salarios avanzan a ritmos por encima del +4%, lo que permitirá a los hogares reconstruir sus ingresos reales y mantener los niveles de consumo. Un patrón similar ocurre en la zona euro, donde la tasa de paro sigue en mínimos históricos (6,4%) y los salarios reales han vuelto a ser positivos este año.

5. En Estados Unidos el "exceso de ahorro" se ha consumido



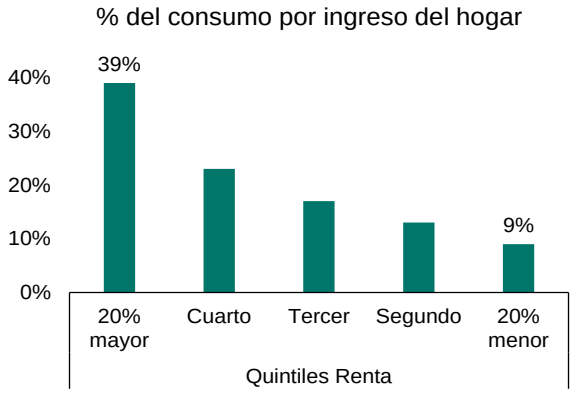
6. El consumo se verá ahora soportado por las ganancias reales y un empleo sostenido



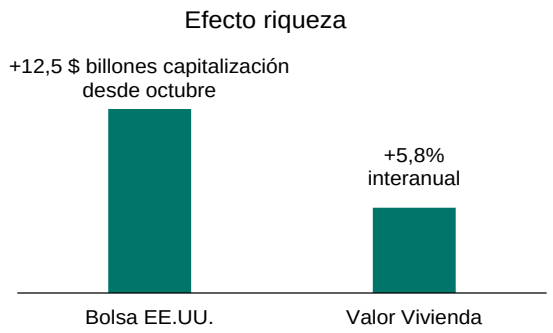
Fuente: Bloomberg y Banca March

Igualmente, es destacable el efecto riqueza que están disfrutando los hogares estadounidenses y la particularidad de la distribución del consumo. En concreto, el 20% de los hogares con mayores ingresos representan cerca del 40% del total del consumo y estas familias son también las que están disfrutando de un efecto riqueza más positivo: en Estados Unidos, de media, el 40% de los ahorros están invertidos en activos financieros, que están mostrando un buen desempeño este año. A ello debemos sumar el efecto de la subida de los precios de la vivienda que, para los propietarios, también redunda en un efecto riqueza positivo.

7. Consumo sesgado a hogares con mayores ingresos y menos dependientes del crédito



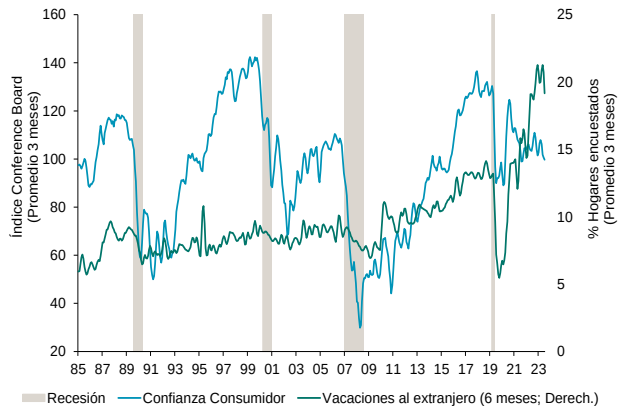
8. El consumo impulsado por el efecto riqueza



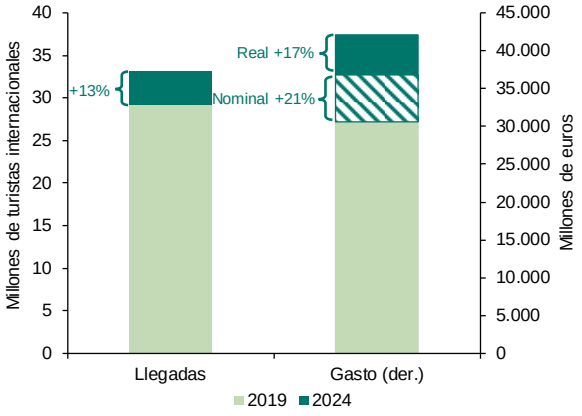
Fuente: Bloomberg, BLS, Consumer Expenditure Survey y Banca March

Por todo ello, con un mercado laboral resiliente y una mayor seguridad en la situación financiera, es previsible que los vientos a favor del consumo se mantengan en los próximos meses, especialmente en el gasto más relacionado con experiencias y servicios. Como ejemplo (gráfico 9), a pesar de la reciente bajada de la confianza de los consumidores, nunca tantos hogares estadounidenses se habían mostrado dispuestos a viajar al extranjero –cerca de un 20% de los encuestados planea viajar fuera de su país durante los próximos 6 meses–.

9. EE.UU.: los consumidores quieren viajar



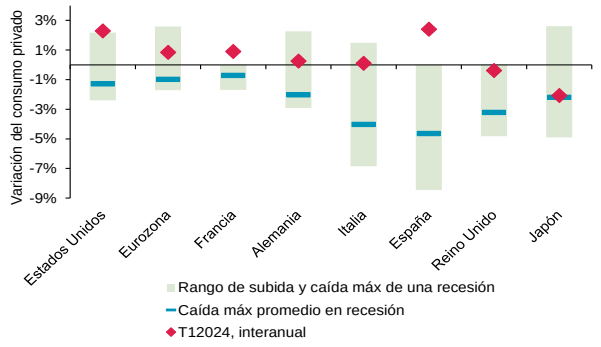
10. España: récord de gasto turístico



Fuente: INE, Bloomberg y Banca March

También aquí en Europa, economías muy relacionadas con el turismo como es España, están registrando una demanda récord de servicios turísticos y elevadas ganancias reales (gráfico 10). En el acumulado de los cinco primeros meses del año, la llegada de turistas internacionales a nuestro país ha crecido un +13% frente al año previo a la pandemia y, más importante si cabe, el incremento registrado en el gasto turístico crece un +17% en términos reales, o lo que es lo mismo, una entrada de más de 6.000 €M de euros reales a la economía nacional.

11. El consumo mantiene su fortaleza en EE.UU., se recupera en la zona euro y solo cae en Japón



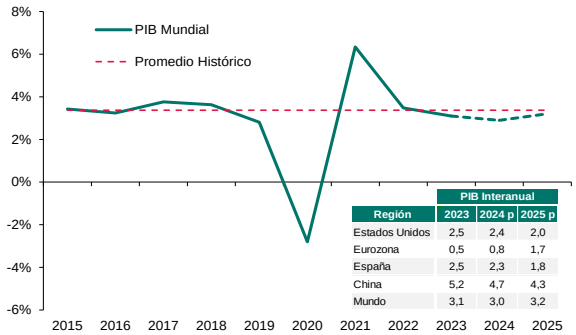
Fuente: O.E. y Banca March

En conjunto, estos factores siguen dando apoyo al consumo que, como vemos en el gráfico 11, sigue registrando tasas de crecimiento saludables en las principales economías y en niveles lejos de las caídas vistas en desaceleraciones económicas previas o en periodos de tipos de interés elevados como el actual.

Un ciclo económico resiliente, pero desacompasado: Estados Unidos se desacelerará, aunque seguirá liderando la actividad, mientras que la zona euro registrará una lenta reactivación.

En conjunto, nuestro escenario es de un aterrizaje suave de la economía mundial. A nivel regional, seguimos anticipando un mayor dinamismo de Estados Unidos que avanzará un +2,4%, muy por encima de la zona euro, donde a pesar de las señales de mejora y de que se confirmará que lo peor comienza a quedar atrás, su PIB seguirá con un crecimiento exiguo (+0,8%). Por su parte, en China la desaceleración estructural se mantiene, pero los estímulos implementados permitirán que, este año, el PIB del gigante asiático se acerque a los objetivos de sus autoridades y avanzaría un +4,7%.

12. Previsiones PIB



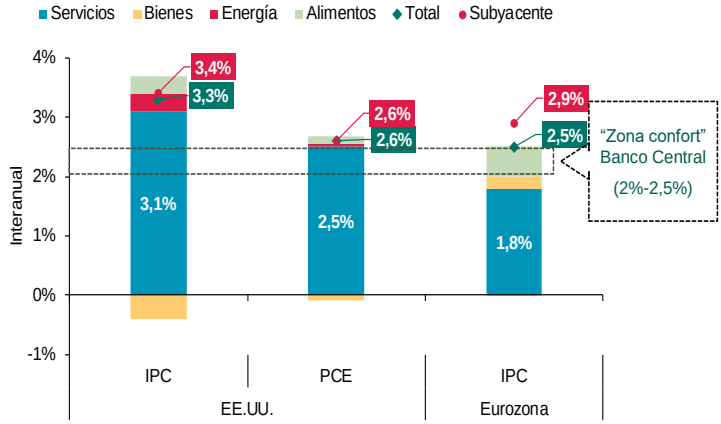
Región	PIB Interanual 2023	2024 p	2025 p
Estados Unidos	2,5	2,4	2,0
Eurozona	0,5	0,8	1,7
España	2,5	2,3	1,8
China	5,2	4,7	4,3
Mundo	3,1	3,0	3,2

Fuente: Bloomberg, O.E. y Banca March

La inflación ha reanudado su moderación y se acerca a zonas menos "conflictivas" para los bancos centrales.

Desde el final del 1T, los datos de precios al consumo a ambos lados del Atlántico están mostrando una tendencia más alentadora y se ha confirmado que la inflación reanuda su moderación, señalando un avance lento pero seguro en el proceso desinflacionista que persiguen los bancos centrales.

13. La inflación se aleja de las "zonas conflictivas"



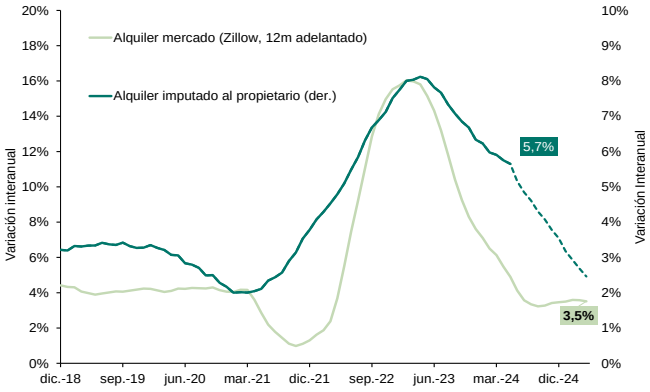
Fuente: Bloomberg y Banca March

Tal y como muestra el gráfico, los niveles de inflación poco a poco se van acercando a zonas menos preocupantes. Desde nuestro punto de vista, aunque unos crecimientos de los precios en el rango 2%-2,5% no suponen alcanzar el objetivo estricto de los bancos centrales, sí permitirán frenar las expectativas de inflación de los consumidores y, sobre todo, "tranquilizar" a las autoridades monetarias que habrían logrado contener el *shock* inflacionista de 2021-22, cuando los precios avanzaban a ritmos de doble dígito.

En Estados Unidos, aunque el IPC sigue por encima del +3%, si miramos otras métricas de inflación que son más monitorizadas por la Fed, como el deflactor subyacente del consumo personal, vemos tasas mucho más contenidas (gráfico 13) al situarse en mayo en el +2,6%.

Además, este mayor aumento del IPC se explica en gran medida por un efecto descompensado de la contabilización de los "alquileres imputados". Este componente pesa más de un cuarto de la cesta de la compra y su medición se realiza a través de una encuesta a los propios arrendadores. Situación que explica que, en mayo, los alquileres se están contabilizando con crecimientos del +5,7% interanual frente a los datos de plataformas de alquiler (Zillow), que muestran incrementos de los alquileres mucho más contenidos (+3,5%).

14. Los "alquileres imputados" tenderán a precios más reales



Fuente: Bloomberg y Banca March

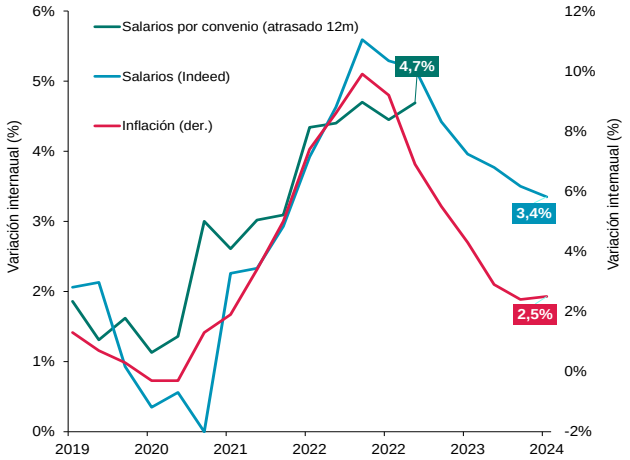
En otras palabras, este componente del IPC que por sí solo aportó 1,5 p.p. a la inflación en mayo, si se midiera con datos más reales del mercado, aportaría más de medio punto menos. Aunque se está provocando una mayor resistencia debido a esta peculiaridad de medición, la tendencia de moderación ya se ha iniciado y poco a poco el IPC de los alquileres irá confluyendo con los precios de mercado.

En el 2S proseguirá la moderación de la inflación, pero no estará exenta de altibajos debido a que los costes energéticos dejarán de ser un viento a favor y la "normalización" de los precios de los servicios será gradual.

En la zona euro, las presiones inflacionistas son menos acusadas. El IPC adelantado de junio ha disminuido una décima más y ya se sitúa en el +2,5%, mientras la tasa subyacente se mantuvo estable en el +2,9%. El desglose por componentes confirmó además el cambio de dinámicas: el fin de la desinflación energética se ha consolidado y en junio, por segundo mes consecutivo, el crecimiento de los precios de la energía fue nulo –tras doce meses en los que su contribución fue negativa–. Además, también los precios de los alimentos van moderando su incremento (+2,5% interanual frente al +11,6% de hace un año).

Por el lado de la tasa subyacente, la mayor resistencia de la inflación se explica por la evolución de los precios de los servicios, que siguen aumentando a ritmos del +4,1%. Como hemos apuntado en anteriores ocasiones, el último tramo de "normalización" de la inflación será lento, dado que primero se deberán frenar los incrementos salariales y solamente después veremos una inflación de los servicios menos acusada. La noticia positiva es que los últimos datos de evolución salarial de plataformas como Indeed, muestran que el crecimiento de los salarios ofertados se está normalizando y se acerca a niveles del +3% que serían históricamente acordes con tasas de inflación subyacente en niveles entre 2%-2,5%.

15. Los salarios comienzan a moderarse



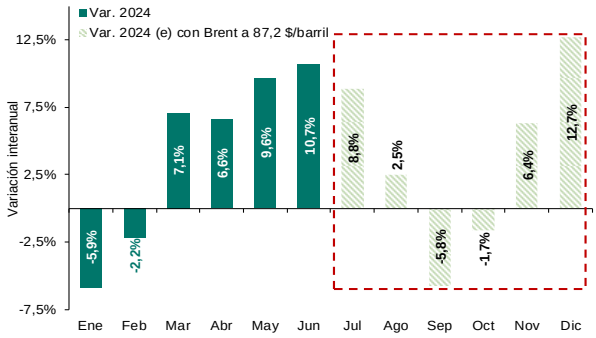
Fuente: Bloomberg y Banca March

El efecto base desfavorable de la energía empujará la inflación al alza en los próximos meses.

Por el lado de los costes energéticos, cabe señalar que los precios de la energía empujarán la inflación al alza en los próximos meses dada la comparativa desfavorable frente a los precios del petróleo del año pasado. Considerando el nivel del Brent actual cercano a los 87 $/barril, se espera un incremento interanual promedio en torno al +4% para la segunda mitad del año.

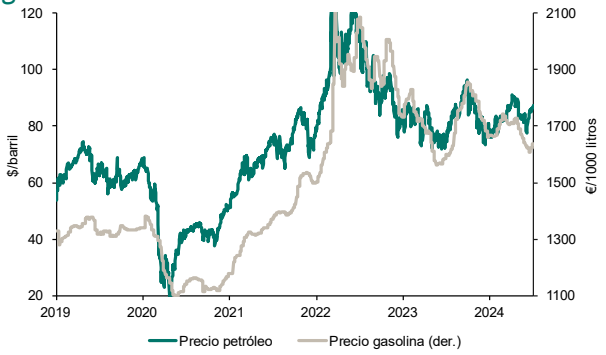
Más aún, a medida que nos aproximamos al periodo vacacional en Europa, es de esperar que los precios de la gasolina recojan la reciente subida del Brent –el precio al cual se vende la gasolina al público suele reflejar las variaciones del crudo con un cierto retraso–.

16. El efecto base favorable del petróleo desaparece



Fuente: Bloomberg y Banca March

17. El periodo vacacional presiona al precio de la gasolina al alza

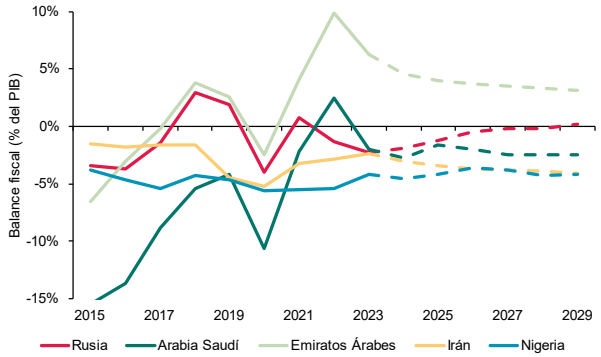


Pensamos que este efecto base desfavorable podría crear altibajos en la inflación durante los próximos meses, pero sin llegar a suponer un cambio de tendencia, dado que no anticipamos unos precios del petróleo escalando a nuevos máximos.

OPEP: poco margen de maniobra para continuar con los recortes.

Además del efecto base desfavorable en el precio del crudo, los altibajos podrían venir por el lado de los recortes en la producción liderados OPEP+, uno de los pocos catalizadores al alza para el precio del petróleo dado que las tensiones en Oriente Medio permanecen contenidas y la demanda global se muestra estable. De todas formas, los menores niveles de producción impulsados por el cártel en los últimos meses han sido compensados por una producción récord en Estados Unidos –actualmente representa un 22% de la oferta global–, que ha limitado el impacto sobre el precio.

18. OPEP: una situación fiscal delicada



Fuente: FMI y Banca March

Ante unos recortes cada vez menos efectivos, el cártel ha decidido que aumentará la producción a partir de octubre, dada la delicada situación fiscal de varios de sus países miembros. En este sentido, el país más comprometido es Arabia Saudí –el mayor productor del grupo con alrededor de 10,3 millones de barriles diarios–, que arrastra varios años de déficit fiscal consecuencia de sus numerosos proyectos de inversión en los últimos años.

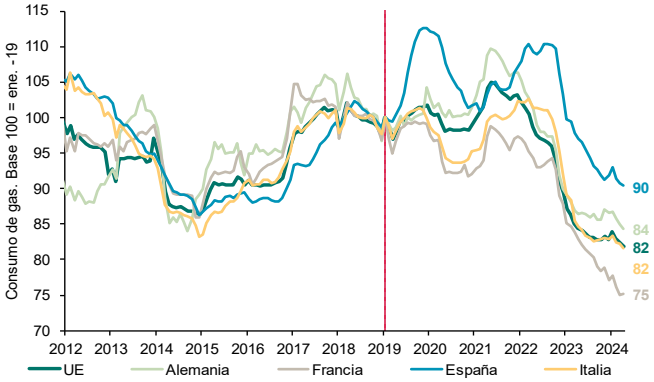
Según las propias estimaciones de la OPEP, en diciembre de 2024 el grupo producirá alrededor de 500.000 barriles diarios adicionales, mientras que, a mediados del año próximo, serán más de 1,8 millones adicionales frente al dato actual.

Gas y electricidad en Europa: un horizonte más despejado.

Después de finalizar el invierno con las reservas de gas más elevadas desde el año 2010 –cercanas al 60%–, la Unión Europea ha aprovechado los menores precios para continuar acumulando reservas hasta el 71% actual, muy por encima del 57% promedio para esta época del año. Asimismo, es importante considerar que la capacidad de almacenaje ha crecido un +81% entre 2011 y 2016 por lo que, a pesar de la amenaza que supone el conflicto con Rusia, los riesgos de inflación asociados a un escenario de escasez de gas se han ido reduciendo significativamente.

Por el lado del consumo, la caída en la actividad tras el inicio de la subida de tipos junto con unas temperaturas más favorables en el último invierno, han permitido que, tanto las cuatro principales economías como la región en conjunto, reduzcan considerablemente su consumo de gas. Más específicamente, la Unión Europea consume un 22% menos que en 2021 cuando se alcanzó el pico de consumo, y un 12% por debajo del promedio de los últimos 3 años.

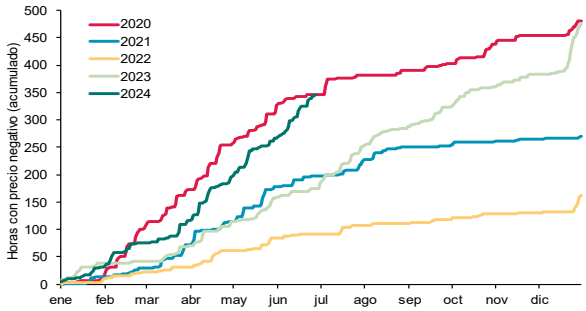
19. El consumo de gas se desploma



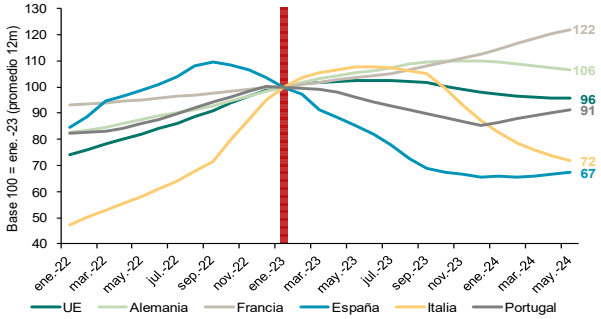
Fuente: Bloomberg y Banca March

En cuanto a la electricidad pensamos que, 2024, también será un año favorable para el proceso desinflacionista. En Alemania, la principal economía de la Unión Europea, en lo que va de año ha habido 346 horas en las que el precio de la electricidad fue negativo. Esta cifra va en línea con lo observado en 2020 en medio de la pandemia y supera al promedio de los últimos tres años en un 124%. Asimismo, tanto la UE en conjunto como Italia, España y Portugal, han experimentado una fuerte caída en el coste de la electricidad que representa alrededor de un 3% de la cesta de consumo. Cabe señalar que, en el caso de España y Portugal, la excepción ibérica –una medida establecida por el gobierno hasta diciembre de 2023 que tenía como objetivo reducir el precio del mercado eléctrico– ha sido un factor clave para contener los precios.

20. Las horas de electricidad con precio negativo alcanzan niveles de 2020(*)



21. La caída en el coste de la electricidad se extiende a otras regiones(**)



(*) Datos para Alemania.
(**) Componente de la electricidad del IPC.
Fuente: Bloomberg, EEX, Eurostat y Banca March

En conclusión, es poco probable que nos enfrentemos a una fuerte presión inflacionista por el lado del gas y la electricidad, dado que el Viejo Continente se encuentra bien posicionado para la llegada del invierno.

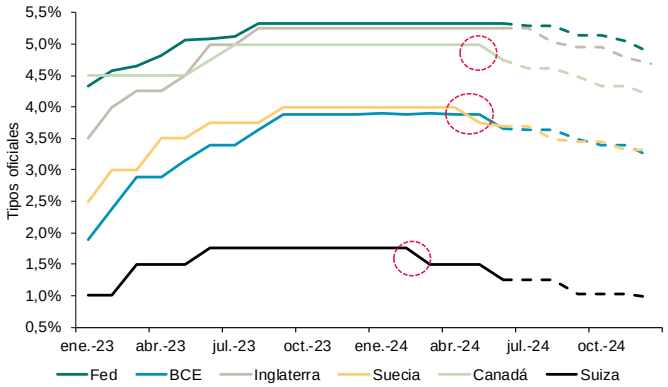
BANCOS CENTRALES

Carrera de caracoles: hacia un ciclo de recortes de tipos en el que la Fed irá más despacio.

Después de casi dos años en los que el precio del dinero se ha elevado hasta máximos de dos décadas, se inicia una nueva etapa en la que los bancos centrales volverán a ser los protagonistas. El curso de los próximos meses estará marcado por los recortes de tipos oficiales donde los bancos centrales, al igual que los caracoles, se moverán de manera lenta y precavida. No obstante, al igual que en cualquier carrera, hay participantes que se mueven más rápido que otros, por lo que serán especialmente relevantes las posibles divergencias que puedan llegar a producirse entre las diferentes regiones económicas.

A diferencia de lo ocurrido en el pasado, varias autoridades monetarias ya han iniciado las bajadas de tipos sin la guía de la Fed, un comportamiento justificado por la mayor fortaleza económica y una inflación que tarda en normalizarse en el gigante norteamericano.

22. La Fed pide tiempo



Fuente: Bloomberg y Banca March

Por nuestra parte, seguimos anticipando dos recortes en Estados Unidos ante un mercado laboral que poco a poco empieza a perder dinamismo. Prevemos una primera bajada en septiembre y la segunda a finales de año. Sin embargo, teniendo en cuenta que el 5 de noviembre son los comicios presidenciales –dos días antes de la reunión de la Fed–, y que los resultados definitivos podrían demorarse más de lo esperado, pensamos que, si no se llegara a producir el recorte en septiembre, veríamos una única bajada en el último mes del año.

Mientras tanto, en la zona euro, mantenemos nuestra visión y prevemos que el BCE efectuará dos recortes del tipo de refinanciación adicionales en lo que resta de 2024.

23. Si la Fed no recorta en septiembre, habrá que esperar hasta finales de año

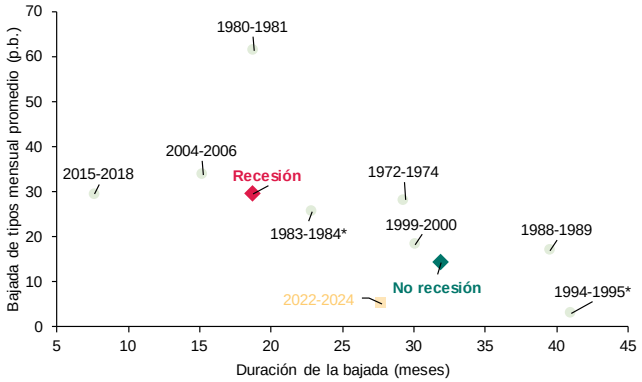
Fuente: Banca March

Las bajadas preventivas suelen ser más lentas y generalmente asociadas a un aterrizaje suave de la economía.

En el caso de la Reserva Federal, seguimos descontando un escenario de recortes preventivos, algo poco habitual y que únicamente se ha producido en dos ciclos del pasado: 1983-1984 y 1994-1995. En estas ocasiones cuando las bajadas vienen acompañadas de un aterrizaje suave de la economía, la duración de los recortes suele extenderse más en el tiempo, algo que coincide con el escenario actual descontado por el mercado.

Dada la resiliencia de la economía norteamericana, consideramos que el ciclo actual también se prolongará a lo largo del tiempo y que solo un deterioro importante en el mercado laboral aceleraría el ritmo de los recortes.

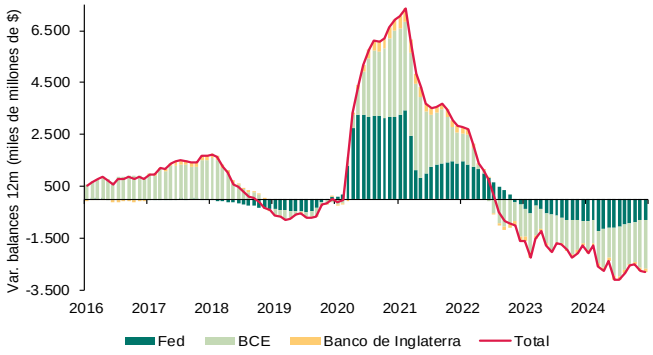
24. El escenario actual coincide con episodios previos de aterrizaje suave(*)



(*) Para el ciclo de 2022-2024, consideramos los futuros de tipos a 2026 y asumimos que las bajadas finalizan en dicho año.
Fuente: Bloomberg y Banca March

Reducción de balances: fuerzas contrapuestas a los recortes de tipos de interés.

25. La reducción de balances continúa



Fuente: Bloomberg y Banca March

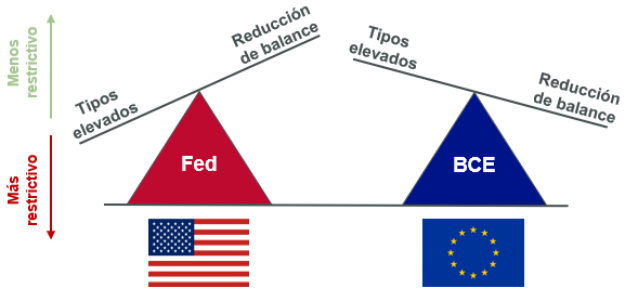
Tras haber calmado las exageradas expectativas de recortes de tipos que el mercado descontaba a comienzos de año, las autoridades monetarias han intentado trasladar la senda a la que reducirán el tamaño de sus balances. Aunque la reducción iniciada en 2022 alcanzó en abril niveles récord cercanos a los 2,76 billones de dólares –considerando la variación conjunta de activos de la Fed, el BCE y el Banco de Inglaterra–, los enfoques de algunas de las principales entidades han sido contrapuestos.

La Fed ha dado un mayor peso a los tipos elevados para combatir la inflación y el BCE ha optado por un mayor endurecimiento de su balance.

Mientras la Fed ha sido más restrictiva respecto a los tipos –ya que ha postergado el inicio de los recortes–, por otro lado ha sido más laxa repecto a su balance, dado que decidió disminuir el ritmo de reducción retirando menos dinero de la economía. Ha modificado su límite mensual hasta los 60.000 M$ –un 37% por debajo del tope previo–. Hasta el momento, los activos se han reducido en un -18% –casi 9 p.p. en términos del PIB, prácticamente el doble en comparación con el único episodio de *Quantitative Tightening* (QT) previo que tuvo lugar entre 2017 y 2019–. Más aún, el actual ciclo de reducción de balance lleva 24 meses, tres más que el episodio anterior.

Por el contrario, el BCE, que ya ha llevado a cabo el primer recorte de tipos en junio –y anticipamos dos bajadas adicionales para este año–, ha adoptado una política más restrictiva que la Reserva Federal en términos de balances. Desde julio de 2023, la entidad ha dejado de renovar los vencimientos del programa de compras de activos (APP por sus siglas en inglés), que actualmente representa un 43% del balance total. Esto ha permitido, junto con los vencimientos de los TLTRO, una caída cercana al -10% en los activos totales del BCE. Además, desde julio de este año, se dejarán vencer 7.500 €M mensuales asociados al programa de compras de activos pandémicos (PEPP por sus siglas en inglés), que abarca un 25% de los activos totales. A partir de 2025, no se renovará ningún vencimiento.

26. Diferentes enfoques para retirar liquidez



Fuente: Banca March

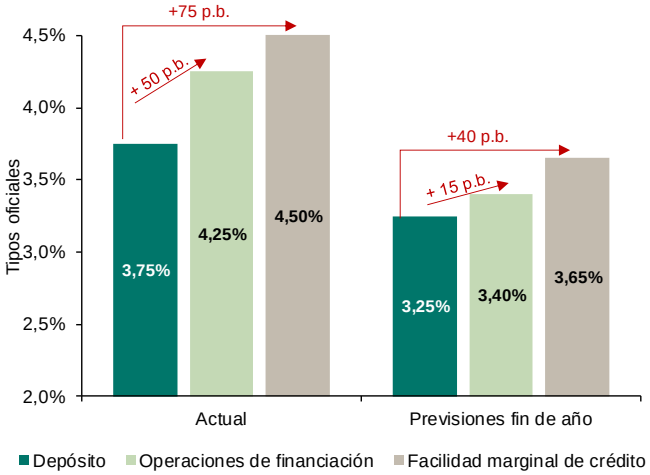
El BCE implementará un nuevo marco operacional a partir de septiembre.

Con el objetivo de alinear la tasa de política monetaria con la de los mercados monetarios, el BCE ha decidido disminuir la brecha entre sus tres tipos oficiales a partir del 18 de septiembre, tan solo una una semana después de su reunión prevista a la vuelta del verano (12 de septiembre). Por un lado, reducirá a 15 p.b. la diferencia entre el tipo de depósito al cual los bancos pueden colocar su dinero de un día a otro –actualmente en 3,75%– y el de las operaciones de financiación que permiten a los bancos pedir prestado al BCE a una semana –en el 4,25%–. Además, también disminuirá hasta los 40 p.b. la brecha entre el tipo de depósito y el de la facilidad marginal de crédito al cual los bancos piden prestado al BCE de un día al otro –situado en 4,5%–.

Cabe señalar que esta decisión se toma en un marco de reservas abundantes impulsado por la enorme expansión del balance de la entidad tras la pandemia. Sin embargo, a medida que la autoridad presidida por Lagarde continúe reduciendo sus activos, también lo harán las reservas que los bancos comerciales mantienen depositadas en el BCE y la liquidez general del sistema.

Para evitar cualquier escenario de tensionamiento del mercado monetario, el BCE continuará ofreciendo a tipo fijo toda la liquidez que los bancos demanden a través de operaciones entre una semana y un mes. Más adelante, también renovará facilidadades de préstamos a plazos mayores al mismo tiempo que construirá una cartera estructural de bonos con el objetivo de proveer liquidez.

27. Nuevo marco operacional del BCE(*)



(*) Para las previsiones de fin de año asumimos nuestro escenario base de dos recortes adicionales.
Fuente: Bloomberg y Banca March

Con estas medidas, el BCE intentará limitar la volatilidad de tipos en la eurozona, donde la liquidez está desigualmente distribuida –alrededor del 40% de los bancos en términos de activos totales, poseen todo el exceso de liquidez proveniente de la compra de activos–, a la vez que se incentiva una mayor actividad en los mercados monetarios en caso de que los bancos requieran liquidez a medida que el exceso de reservas cae.

Mecanismo antifragmentación (TPI): el as bajo la manga del BCE para contener las primas de riesgo si fuera necesario.

Con la finalidad de garantizar la correcta transmisión de la política monetaria y evitar que se disparen las primas de riesgo de los países de la eurozona, el BCE creó en 2022 el Transmission Protection Instrument (TPI). Este mecanismo permite a la entidad comprar títulos públicos sin restricciones con un vencimiento residual entre uno y diez años, aunque podría también considerarse la compra de valores privados si fuese necesario.

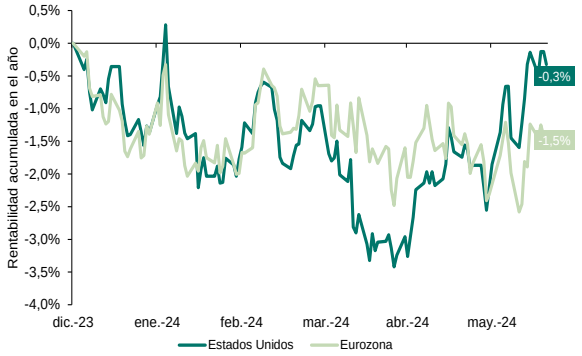
Para que el emisor de los bonos pudiera ser elegido, se deben cubrir cuatro requisitos principales. En primer lugar, el Estado miembro deberá cumplir con el marco fiscal de la UE y por tanto no podrá estar sujeto a un procedimiento de déficit excesivo, por lo que Francia, Italia, Bélgica, Hungría, entre otros, no podrían ser seleccionados. Además, se debe asegurar la ausencia de desequilibrios macroeconómicos graves, al mismo tiempo que se demuestra la sostenibilidad fiscal y que las políticas macroeconómicas son sólidas y sostenibles.

En definitiva, se trata de una herramienta con la particularidad de ser selectiva por países –a diferencia del APP y del PEPP que funcionan de manera indiscriminada– y que afortunadamente, hasta el momento no ha tenido que ser utilizada por la entidad presidida por Christine Lagarde. Ante la reciente volatilidad en el mercado de deuda francesa, el BCE no se ha pronunciado respecto al uso del TPI, lo que genera cierta incertidumbre considerando que el país galo no cumpliría con todos los requisitos para ser elegido.

RENTA FIJA

En un escenario de aterrizaje suave con una creación de empleo en niveles saludables, sigue sin compensar tomar excesiva duración.

28. Rtb. de los bonos soberanos en el año



Fuente: Bloomberg y Banca March

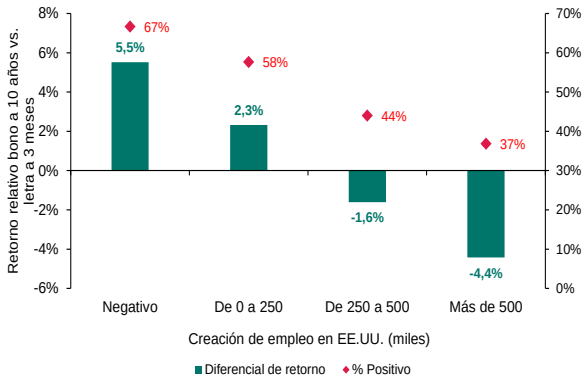
Los tramos con mayor duración –con vencimientos por encima de los 7 años– siguen comportándose de forma volátil y, como ponderan de forma importante en los índices de bonos soberanos –30% en Estados Unidos y de 44% en Europa–, son la causa principal de su pobre comportamiento, que en cierto modo sigue purgando los excesos de recortes de tipos previstos por el mercado a finales de 2023.

En este contexto, nos parece que la fortaleza del ciclo económico estadounidense es el elemento determinante en cuanto al camino que seguirán los tipos.

Por ello, tomando una variable importante para el crecimiento económico como es el nivel de creación de empleo, analizamos cómo se comportan los bonos largos (10 años) frente a las letras a 3 meses. Observamos que ante la fortaleza actual –247 mil empleos mensuales promedio en los cinco primeros meses del año–, es improbable que los bonos largos consigan ofrecer retornos superiores a los cortos sobre todo teniendo en cuenta que el coste de oportunidad que existe entre los dos extremos sigue siendo elevado (88 p.b.).

Por ello, para equilibrar las dos características esenciales de la renta fija –flujo de cupón y defensa en caso de sorpresas negativas en el crecimiento– nos parece que el mejor punto se encuentra en la mitad de la curva –tramos 3-5 años–, y preferiblemente en la curva de crédito que en el lado soberano.

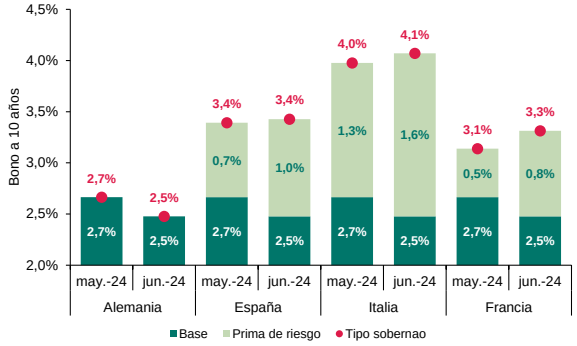
29. Largos vs. cortos y creación de empleo(*)



(*) Retornos trimestrales anualizados.
Fuente: Bloomberg y Banca March

A pesar del ensanchamiento en los diferenciales, la rentabilidad exigida a la deuda periférica europea se mantiene sin cambios.

30. Tires por países por componentes



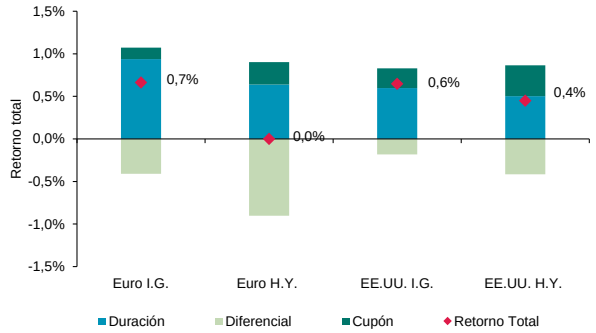
Fuente: Bloomberg y Banca March

El aumento de riesgo en la eurozona ha empujado al alza a los diferenciales franceses hasta los niveles más altos en más de siete años. Este movimiento arrastró también a los países periféricos, aunque en contraposición, la buena evolución de la deuda alemana ha compensando la mitad del aumento en los diferenciales en el caso de la deuda gala, evitando incrementos súbitos en los costes de financiación de los Estados.

A pesar del colchón que ejercen los tipos alemanes, la deuda soberana francesa ha sido la más perjudicada y continuará siendo la más vigilada, no solo por ser el epicentro del riesgo, si no por tratarse de una deuda especialmente expuesta al mercado exterior –un 52% de sus tenedores están fuera de Francia mientras que, en el caso de países como Italia, el porcentaje de tenedores foráneos es solamente del 28%–.

A pesar de las tensiones políticas en Francia, el *carry* extra y la reducida duración impulsan a los índices de crédito de calidad europeo. Los diferenciales tienden a comprimirse tras los temores pre-electorales, por lo que la reciente ampliación, sin consecuencias en los precios de los bonos corporativos, deja unas valoraciones más holgadas en el IG euro.

31. Rtb. por componentes desde el 7 de junio



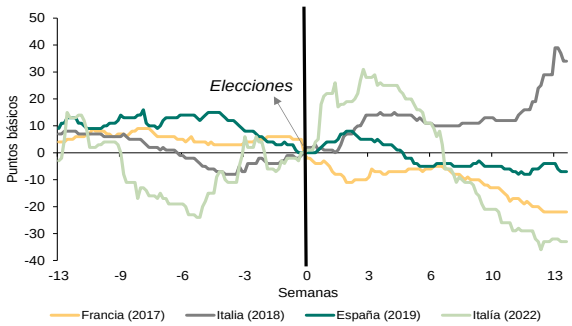
Fuente: Bloomberg y Banca March

El IG europeo sigue en positivo en el mes de junio, apoyado por la reducción en los tipos base y el cupón extra frente a la deuda soberana europea, que han compensado el movimiento en contra de los diferenciales de tipos. En Estados Unidos, los movimientos han sido más contenidos, aunque el crédito también se ha visto favorecido por los mismo elementos que en la zona euro.

Consideramos que la reacción de los diferenciales está siguiendo los patrones habituales a los vistos en anteriores elecciones. Primero, una fase de ligero tensionamiento en las semanas cercanas a las fechas de los comicios, para luego remitir, en la mayoría de ocasiones, en los tres meses posteriores.

Por tanto, el actual ensanchamiento de diferenciales genera una buena oportunidad de entrada y hace que las valoraciones dentro del segmento de crédito de calidad europeo vuelvan a situarse a niveles de febrero –120 p.b.–, tan solo 10 p.b. por debajo de su media histórica a largo plazo.

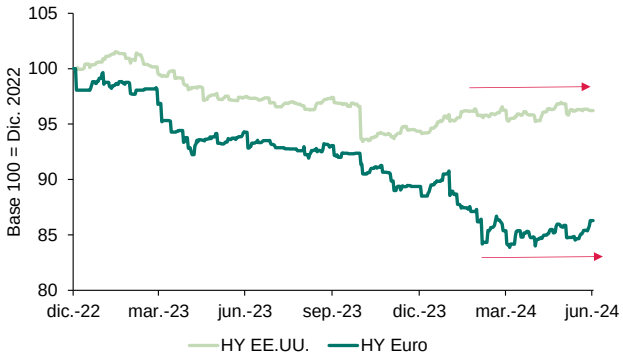
32. Diferenciales IG euro en elecciones



Fuente: Bloomberg y Banca March

Las emisiones netas de HY se estabilizan tras un 2023 en contracción. Nos mantenemos neutrales en el activo, con preferencia por Europa debido a sus mayores diferenciales.

33. Tamaño del mercado HY desde 2022



Fuente: Bloomberg y Banca March

Nuevo mes positivo para el HY tanto en Estados Unidos (+1%) como en la zona euro (+0,3%), aunque en esta última, la inestabilidad política en Francia ha pasado factura, elevando los diferenciales casi 40 p.b.

Por otra parte, en los últimos meses han aumentado las emisiones brutas (+79% en Estados Unidos y +112% para el HY euro frente al año pasado), lo que junto a una mayor propensión a renovar los vencimientos nos dejan un mercado que, desde marzo, ha detenido la contracción que venía experimentando desde 2022. El desvanecimiento de este factor, que ha ayudado a impulsar las cotizaciones del HY, añadirá mayor volatilidad a este activo que, hasta el momento, ha venido mostrando una fortaleza inusitada.

A nivel regional seguimos prefiriendo la zona euro, que gracias a la última corrección vuelve a ganar valor relativo frente al crédito de alto rendimiento americano –con unos diferenciales 50 p.b. por encima, la mayor diferencia desde abril– junto con una rentabilidad exigida más alta, actualmente cerca del 6,85% frente al 6,2% que ofrece el HY americano en euros cubiertos.

RENTA VARIABLE

Los índices de renta variable prosiguen con su senda alcista aupados por las 7 magníficas y la fiebre por la inteligencia artificial

34. Evolución sectorial acumulada en 2024

YTD	Global	S&P 500	Europa	Emergentes	China
Tecnología	25,7%	29,2%	22,6%	21,5%	-4,1%
Telecom.	19,8%	26,1%	5,1%	8,0%	17,1%
Índice	**10,6%**	**14,8%**	**7,2%**	**6,2%**	**3,6%**
Financieros	8,2%	9,9%	10,6%	3,9%	14,1%
Energía	6,9%	8,8%	5,2%	7,4%	29,9%
Salud	6,1%	5,6%	13,8%	-8,6%	-28,3%
Industriales	5,8%	5,9%	8,6%	4,6%	7,9%
Cons. Dis	4,0%	7,0%	2,5%	3,2%	-4,0%
Utilities	3,3%	7,2%	-5,0%	8,4%	22,8%
Cons. Def	0,9%	7,1%	-3,3%	-8,0%	-17,0%
Materiales	-3,0%	1,2%	1,5%	-7,0%	12,4%

Fuente: Bloomberg y Banca March

La renta variable cerró uno de los siete mejores semestres de los últimos 35 años, respaldada por un ciclo económico resiliente y con los resultados empresariales actuando de catalizador, aspectos que han más que compensado un entorno de tipos todavía elevado.

El resultado, retornos a doble dígito para el índice global, impulsado por la excelente evolución de la bolsa estadounidense (S&P +14,8%; Nasdaq +17,5%). Y es que el S&P 500 ha marcado en el semestre hasta 32 máximos históricos, siendo la quinta vez en la historia en la que marca un número tan elevado desde los años 50.

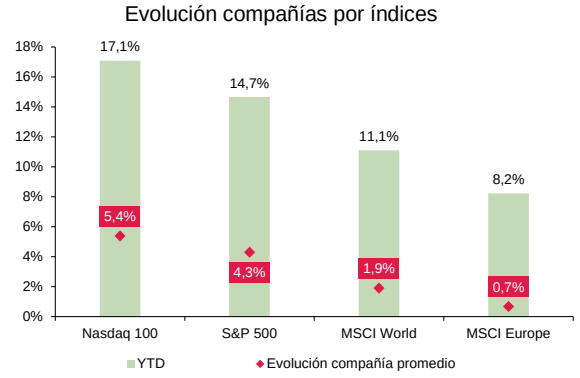
Evolución también positiva, aunque más contenida de la renta variable europea (+7,2%), ante las dudas recientes de las elecciones en Francia, y China (+3,6%), este último a la espera de nuevas medidas de apoyo gubernamentales a la economía y mercados del país. A nivel sectorial, los avances son generalizados aunque sobresale la tecnología (+25,7%), seguido de telecomunicaciones (+19,8%), financieros (+8,2%) y energía (+6,9%).

Por otra parte, la concentración sigue siendo extrema, y las seis grandes tecnológicas con Nvidia a la cabeza explican el 60% del retorno retorno total del S&P –Nvidia 30%–. Misma tendencia en Europa, donde diez compañías, encabezadas por ASML y NovoNordisk, acaparan el 50% de la subida anual.

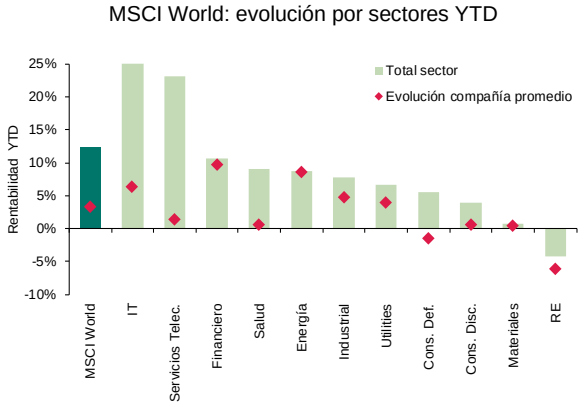
La subida promedio de las compañías es bastante más discreta que la de los índices…

La favorable evolución de los índices oculta un crecimiento mucho más discreto de las compañías. Así, mientras que el S&P 500 presenta una subida del +14,7%, impulsado por la gran tecnología, la evolución de la "compañía promedio" del índice es del +4,3%. El comportamiento es incluso más extremo en Europa, con un ascenso del +8,2% del índice frente al +0,7% del promedio. A nivel sectorial, esta distorsión es igualmente elevada a excepción de los sectores financiero y energético, en donde la participación en las subidas es más homogénea.

35. Un comportamiento de la "compañía promedio" más limitado



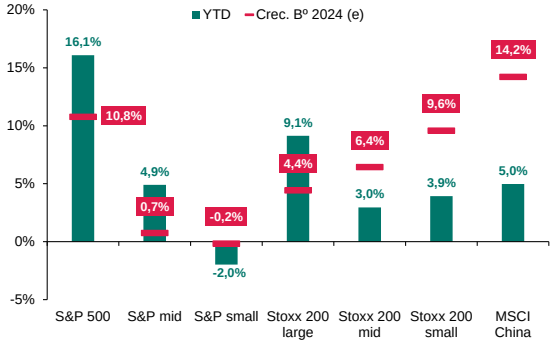
36. Salvo en financieros y energía, la distorsión es elevadísima



Fuente: Bloomberg y Banca March

… una situación que sugiere buscar oportunidades para incrementar exposición a regiones y sectores cíclicos rezagados.

37. Retorno en el año vs. crec. Bº 2024 (e)



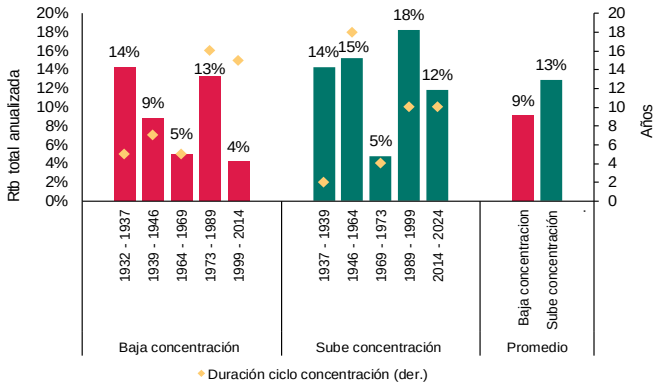
Fuente: Bloomberg y Banca March

En este entorno desigual, recomendamos aprovechar tácticamente la ausencia de subida que ofrecen muchas compañías, particularmente en Europa donde las valoraciones son más atractivas. Más allá de los índices generales, consideramos que un gran número de empresas no recoge en sus múltiplos el aterrizaje suave de la economía y un aumento de los beneficios.

Los elevados niveles de concentración de los índices, no implican menores retornos futuros para la bolsa.

El S&P 500 ha alcanzado los niveles más elevados de concentración del último siglo ya que las 10 compañías más grandes suman un 33% de la capitalización total del índice. No se ha visto una concentración semejante desde 1964, cuando alcanzó el 30%.

38. Rtb. S&P 500 según dinámica de concentración(*)



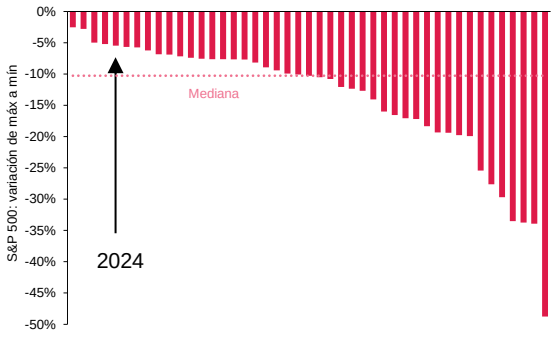
(*) Para la clasificación de los períodos de concentración, se ha tomado el "pico" y el "valle" de la cotización relativa entre la compañía con mayor valor y la que se encuentra en el percentil 75.
Fuente: Bloomberg y Banca March

Durante los ciclos de concentración creciente, el retorno del S&P 500 iguala o supera a las fases de desacoplamiento. Así, la rentabilidad anualizada promedio durante los períodos en los que aumenta la concentración, es del +13%, frente al +9% registrado cuando cae. Aunque se podría esgrimir que el mercado lleva mucho tiempo aumentado su concentración (10 años), este tipo de procesos a lo largo de la historia han llegado a prolongarse más, dado que han oscilado entre los 2 y 18 años.

De todas formas, cautela ante un mercado que ha subido sin descanso y un mayor tensionamiento de los indicadores técnicos. Asimismo, el aumento de la incertidumbre a medida que se acercan las elecciones americanas podría generar una mejor oportunidad de entrada.

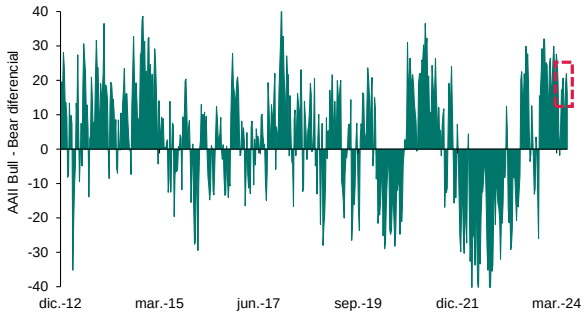
La materialización del aterrizaje suave en la economía estadounidense ha impulsado a las bolsas desde octubre de manera lineal y sin descanso. Un fenómeno históricamente inusual, pues en más de la mitad de los años se suelen producir correcciones superiores al -10% en algún momento del ejercicio.

39. El quinto año con menores retrocesos



Fuente: Bloomberg y Banca March

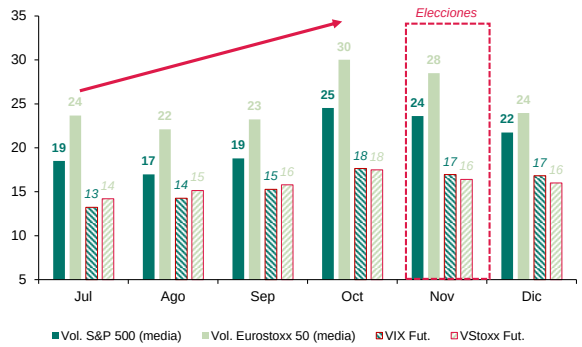
40. Posicionamiento inversores *retail*



Fuente: AAII, Bloomberg y Banca March

Por otro lado, sin llegar a ser extremo, el optimismo en los inversores minoristas sigue siendo elevado. Así lo indica el diferencial entre inversores *retail* optimistas y pesimistas de la encuesta de inversores americanos –gráfico 39–, que se sitúa en el rango alto del año y en junio llegó a alcanzar los niveles más elevados de los últimos tres meses.

41. Volatilidad(*) de las bolsas en año electoral



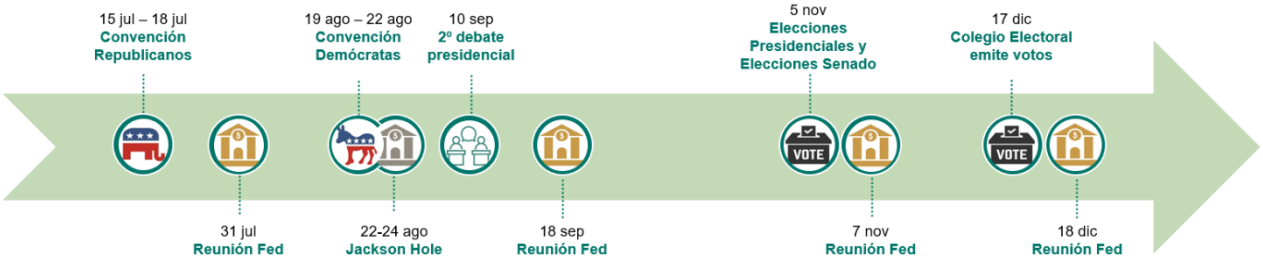
(*) Vol. S&P 500: VIX periodos electorales desde 1992.
Vol. Eurostoxx 50: periodos electorales desde 2004.
Fuente: Bloomberg y Banca March

Por otro lado, ya comentábamos que los años electorales suelen ser buenos para las bolsas, aunque no exentos de volatilidad. En concreto, la percepción de incertidumbre suele aumentar en la bolsa americana a medida que se acercan las votaciones.

Nos mantenemos infraponderados en renta variable ante la expectativa de una posible oportunidad para aumentar el riesgo.

Elecciones norteamericanas: fechas clave e impacto en los mercados.

42. Un ajetreado camino hasta las elecciones



Fuente: Banca March

Este segundo semestre vendrá marcado por un entresijo de fechas entre el proceso electoral y las decisiones de política monetaria de la Fed. Antes de la vuelta del verano, tendremos las convenciones de ambos partidos políticos, en las que se nombrarán de manera oficial a los respectivos candidatos. La Convención Demócrata toma importancia en un momento en el que se cuestiona la continuidad de Biden como candidato válido tras la derrota en el debate del pasado 27 de junio.

En septiembre, tendrá lugar el segundo debate, ya con los candidatos a la presidencia definitivos, que puede ser decisivo para los siete estados péndulo (*swing states*) –aquellos sin un claro ganador–. Las regiones en cuestión registraron en 2020 resultados muy ajustados, con una diferencia de votos a cada partido inferior a 3 p.p. De estos siete estados, cinco –Arizona, Georgia, Michigan, Pennsylvania y Wisconsin– pasaron de ser victorias para Trump en las elecciones de 2016, a favorecer a Biden en 2020.

¿Podría Biden retirar su candidatura antes de la Convención Demócrata?

Sí, en ese caso los delgados demócratas serían libres de votar a otro candidato, que no tendría que ser necesariamente Kamala Harris. Sin embargo, no se trata de la única posibilidad: si Biden retirase su candidatura tras la Convención, entonces serían los 435 miembros del Comité Nacional Demócrata los que tendrían que seleccionar al candidato en una reunión especial.

Preocupación entre los demócratas, ya que además de la elección del nuevo presidente también se elige a un tercio del Senado.

43. Pendientes de los estados "swing"

Elecciones al Senado		
Estados republicanos	Estados demócratas	Estados "swing"
Florida	California	**Arizona**
Indiana	Connecticut	**Michigan**
Mississippi	Delaware	**Nevada**
Missouri	Hawái	**Pennsylvania**
Montana	Maine	**Wisconsin**
Nebraska	Maryland	
Dakota del Note	Massachusetts	
Ohio	Minnesota	
Tennessee	Nueva Jersey	
Texas	Nuevo México	
Utah	Nueva York	
Virginia Occidental	Rhode Island	
Wyoming	Vermont	
	Virginia	
	Washington	

Fuente: Banca March

El mismo 5 de noviembre también tendrá lugar la elecciones de 33 de los 100 que componen la cámara alta del Congreso. Por tanto, 33 estados votarán uno de sus dos senadores en estas elecciones, siendo 15 regiones típicamente demócratas, 13 republicanas y 5 estados péndulo.

Hasta qué punto influye la presidencia en los retornos del S&P 500.

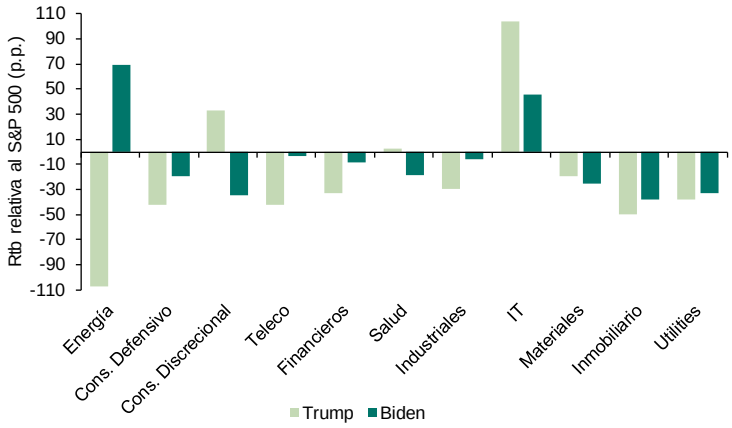
44. S&P 500: Trump vs. Biden

Fuente: Bloomberg y Banca March

Por más que haya divergido la política económica marcada por cada una de las administraciones, resulta interesante observar que los retornos de la bolsa bajo el mandato de Trump y de Biden han sido bastante similares. Y eso que los mercados no han sido ajenos a eventos externos a la política económica como la COVID-19 con Trump mientras que, en el caso de Biden, el conflicto de Rusia y la crisis energética embarraron los rendimientos. Sin embargo y, a fin de cuentas, los mercados han recuperado el terreno perdido durante los acontecimientos de cada mandato, convergiendo en la actualidad –+49,7% bajo la presidencia de Biden y +43,7% Trump– correspondientes a los rendimientos a 3,5 años desde la toma de cargo de cada uno.

A nivel sectorial, los retornos relativos han estado ligados a indicadores macroeconómicos independientemente de la presidencia. Esto es especialmente visible en el sector de la energía fósil, que ha disparado su rentabilidad en el mandato de Biden –a pesar de sus medidas por favorecer la energía limpia– como consecuencia del mayor coste de los precios del petróleo durante la crisis energética detonada con la invasión de Ucrania. Este sector ha presentado un mejor desempeño que la propia tecnología desde el inicio del mandato hasta el presente (70 p.p. sobre el S&P 500 vs. 46 p.p.).

45. La tecnología lo hace bien en ambas administraciones



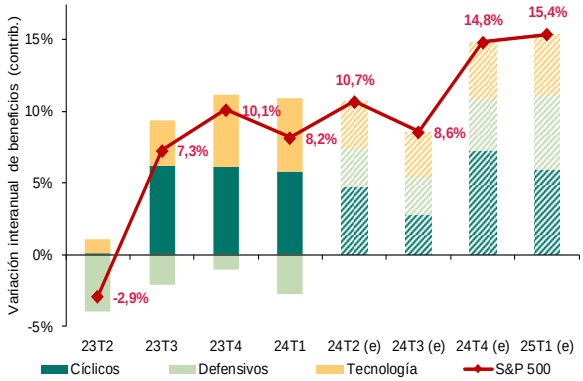
Fuente: Bloomberg y Banca March

Por otro lado, cabe destacar que el sector tecnológico ha presentado una rentabilidad relativa positiva en ambos mandatos, si bien se extendió el temor de que una administración demócrata pudiera promulgar mayor número de regulaciones, impactando negativamente sobre la industria.

Resultados empresariales: el crecimiento se mantiene fuerte y mejor repartido.

Este mes entraremos de lleno en la temporada de publicación de resultados empresariales que continuará mostrando una evolución positiva. Las empresas estadounidenses acumulan ya tres trimestres consecutivos de crecimiento de beneficios, en gran parte impulsados por las famosas siete magníficas –Amazon, Apple, Google, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla–. Esperamos que estos avances se mantengan de cara a la temporada de resultados entrante, aunque con una mayor participación del resto del índice.

46. S&P 500: crecimiento más distribuido



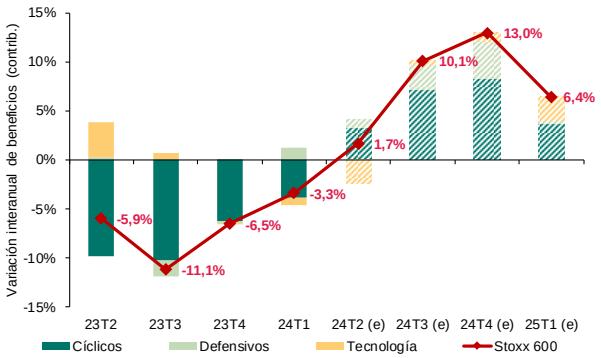
Fuente: Refinitiv y Banca March

En este 2T24, se prevé un incremento de beneficios interanual del +5,2% para el S&P 493 –S&P 500 excluyendo a las siete magníficas–, muy por encima del +2,2% promedio de los últimos tres trimestres. Más importante aún, se espera que el S&P 493 aporte 4,3 p.p. al crecimiento de beneficios en el 2T24 –es decir que explicaría un 40% de la variación total, muy por encima del 16% explicado el trimestre previo–.

Esperamos que esta convergencia entre los beneficios de las siete magníficas y del resto del índice continúe durante los próximos meses, lo que también apoya nuestra visión de un mercado más repartido, que ofrece oportunidades en compañías que se han quedado rezagadas.

Llega un importante punto de inflexión: vuelve el crecimiento de los beneficios a Europa.

47. Los cíclicos impulsan los beneficios



Fuente: Refinitiv y Banca March

Esta temporada de publicación marcará un punto de inflexión determinante. Por primera vez desde el 1T23, las empresas europeas volverán a mostrar crecimiento de beneficios (+1,7%) impulsado principalmente por los sectores cíclicos que totales. En este sentido, destaca, la energía y los financieros que aportarían 1,8 p.p. y 1,9 p.p. al crecer un +15,5% y +5,5% respectivamente.

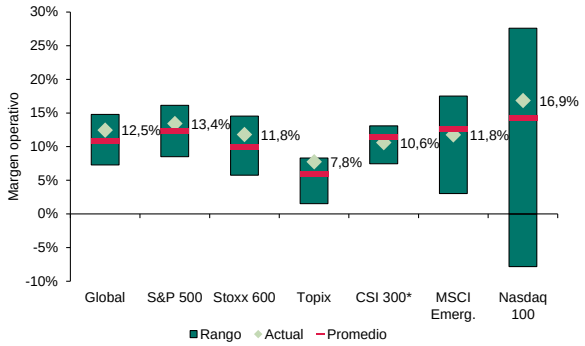
Por el lado de los detractores, sobresalen la tecnología cuyos beneficios se estima que caerán un -25%, retirando así -2,4 p.p. al crecimiento –esto se debe principalmente al efecto base desfavorable que puntualmente presenta ASML, el fabricante de maquinaría de litografía para chips–, y el sector industrial, que continúa su senda de recuperación. Más específicamente, los beneficios de este último cederían un -7% (una caída muy inferior al -23% del 1T24), y alcanzarían una fuerte reactivación el trimestre próximo (+7,7%).

Creemos que, frente una economía europea que comienza a reactivarse tímidamente y un BCE que ya ha iniciado las bajadas de tipos, se deben aprovechar las oportunidades en aquellos sectores y regiones que han quedado rezagados. En el caso particular de Europa, esta idea cobra más sentido ante la fuerte recuperación de beneficios esperada para el resto del año –+10,1% esperado para el 3T24 y +13% para el 4T24–.

Los márgenes recuperan terreno, aunque su potencial es limitado debido a la elevadas expectativas de mejora, en un entorno presionado por los crecientes costes financieros.

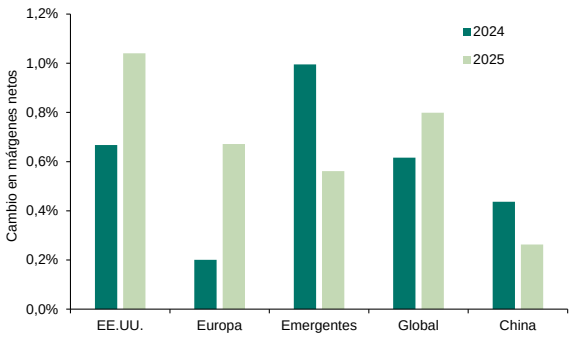
Los márgenes tanto en Estados Unidos como en Europa continúan mejorando y ya se sitúan por encima de su promedio histórico, mientras que la recuperación en China y emergentes es más limitada. El actual crecimiento de beneficios esperado para Estados Unidos (+10%) y Europa (+4%) asume una expansión de márgenes, que se prolongará en 2025. Sin embargo, los elevados tipos de interés corporativos en el actual entorno de *higher for longer* –dejando fuera a las empresas tecnológicas que a nivel agregado tienen bajos niveles de deuda–, limitan la capacidad de expansión de los márgenes netos ante el incremento de los costes financieros.

48. Márgenes operativos por regiones



(*) Histórico desde 2005.
Fuente: Bloomberg y Banca March

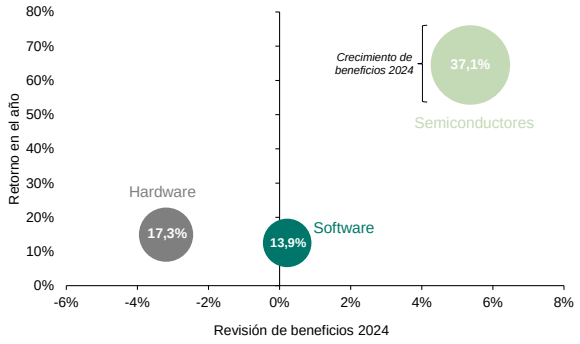
49. Cambio esperado en los márgenes netos



Fuente: Bloomberg y Banca March

La tecnología lidera los avances gracias a la indómita efervescecia de los semiconductores impulsada por la IA. Nos mantenemos positivos en el sector, que ha presentado una enorme dispersión de retornos en el año, con especial atención a los segmentos más retrasados como el de la ciberseguridad.

50. Tecnología: Rtb. en el año y beneficios

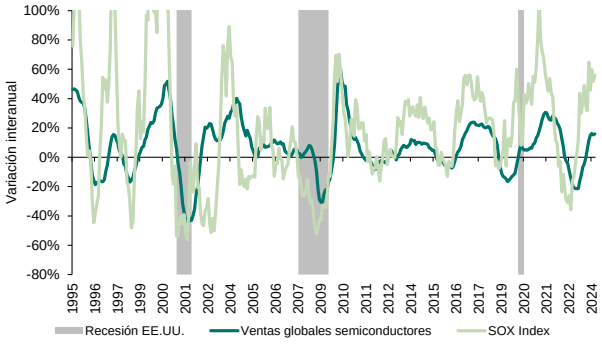


Fuente: Refinitiv, Bloomberg y Banca March

La tecnología mantiene la corona del mejor sector del año, con avances del +26% a nivel global frente al +12% del índice general. Asimismo, la concentración en los valores que explican el retorno ha sido muy elevada –tres compañías explican el 83% del retorno en el año– y la dispersión entre los subsectores es la más alta de los últimos 25 años, con 48 p.p. de diferencia entre el mejor subsector –semiconductores +59%– y el peor –*hardware* +11%–.

La resiliencia del ciclo económico junto al boom de inversión en la IA, mantienen el momento dulce de la industria de chips. No obstante, pese a los extraordinarios resultados bursátiles, la industria de semiconductores sigue siendo profundamente cíclica, debido a los elevados costes de instalación y al prolongado tiempo que conlleva construir una nueva fábrica –que se extiende a 2 o 3 años–. El retraso en la generación de nueva oferta termina provocando el conocido como "efecto látigo", por el cual los clientes duplican sus pedidos en tiempos de escasez, lo que termina generando una falta de demanda cuando se satisfacen estas dobles órdenes.

51. Índice de semiconductores y ventas globales



Fuente: SIA, Bloomberg y Banca March

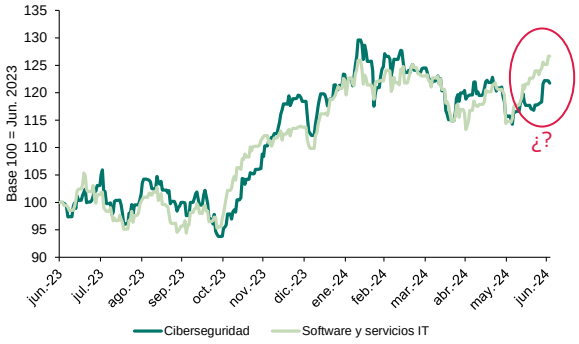
Desde nuestro punto de vista, continuamos en una fase temprana del nuevo ciclo. Llevamos 7 meses de expansión en ventas agregadas –frente a los entre 10 a 75 meses que han durado anteriores ciclos expansivos–, con un crecimiento interanual del +16%, lejos de picos anteriores. Asimismo, los inventarios de los principales fabricantes –Taiwan Semiconductors y Samsung– alcanzaron su máximo el año pasado y han venido reduciéndose desde entonces, por lo que parece pronto para hablar de un máximo de demanda. Así lo reconoce también el buen comportamiento del índice SOX de semiconductores en Estados Unidos, muy ligado a la evolución de la ventas de chips, que en promedio histórico ha alcanzado su pico de retornos 4 meses antes que el punto más alto en ventas.

De todas formas, en el actual entorno competitivo existe una inusual característica: la elevada concentración de operadores dentro del sector de IA. Por un lado, como proveedor de chips está Nvidia, cuyas ventas este año romperán la barrera de los 100.000 M$, cuadruplicando las cifras de 2022, y, por otro, sus principales clientes: cinco de las siete magníficas, Microsoft, Meta, Alphabet, Amazon y Tesla que agrupan el 45% de las ventas del gigante de los chips. En medio de tanta concentración, uno de los siguientes pasos de Nvidia consistirá en tratar de atraer los nichos de negocio en manos de sus principales clientes, ofreciendo soluciones de IA totales –servidores, nube y *software* de desarrollo–.

Por ello, consideramos que, hasta el momento, la dinámica competitiva dentro de la IA está limitada a unas pocas compañías, que siguen ofreciendo las soluciones de mayor calidad dentro de un negocio incipiente. En este sentido, las expectativas siguen siendo muy elevadas y las cotizaciones no se

conformarán con "simplemente" cumplir con las expectativas del mercado. Esto puede generar ruido en el corto plazo, especialmente en los valores cuyas subidas han ido más ligadas a la expansión de múltiplo, es decir, sin materializarse todavía el fuerte crecimiento de beneficios esperado. Un ejemplo cercano es la cotización de Micron Technology, que cedió un -7% a pesar de cumplir las estimaciones de consenso. Sin embargo, en términos absolutos los beneficios trimestrales de la empresa de chips aún se sitúan en niveles del 2020, tras un año pérdidas.

52. Ciberseguridad vs. tecnología



Fuente: Bloomberg y Banca March

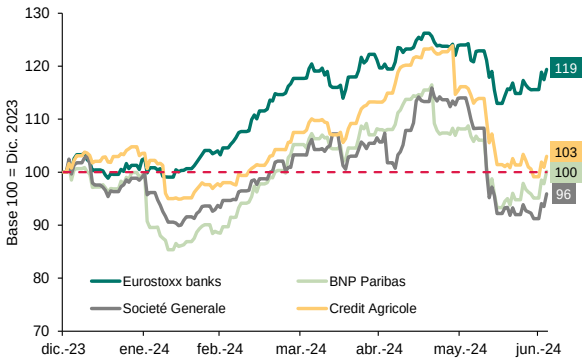
Por otro lado, también nos parece interesante remarcar la ciberseguridad como un espacio interesante dentro de la tecnología. Con un componente eminentemente ligado al *software*, sorprende que las compañías del sector se hayan quedado retrasadas, a pesar de que se espera una mejora de márgenes operativos en 2024 –2 p.p. más hasta niveles del 20%–. Asimismo, el presupuesto de ciberseguridad dentro de los prespuestos corporativos de tecnología sigue ganando peso en 2023, alcanzando el 11,6% frente al 8,6% de 2020.

Atentos a la posible oportunidad táctica en bancos europeos y franceses.

Tras la toma de beneficios que efectuamos en diciembre y la rebaja de recomendación hasta neutral, nos mantenemos expectantes a posibles episodios de volatilidad que nos permitan aumentar exposición.

El sector bancario de la eurozona inició el año de forma fulgurante, impulsado por un escenario de tipos elevados que respalda unas cuentas de resultados todavía favorables. Las recientes turbulencias políticas acaecidas en Francia, que han tenido como resultado una Asamblea Nacional fragmentada, han provocado la corrección del índice sectorial, que ha pasado del +26% anual hasta el +19% actual. La caída ha sido especialmente notable en la banca francesa, hasta alcanzar retrocesos importantes en los casos de BNP Paribas y Société Générale, ambos ya en negativo en el año.

53. Evolución bancos eurozona vs. banca francesa



Fuente: Bloomberg y Banca March

En el momento actual, creemos que el sector contaría con margen para incrementar la exposición táctica en caso de registrar nuevas turbulencias asociadas al riesgo político. Por un lado, es probable una revisión al alza de las estimaciones del consenso, tanto a nivel de margen de intereses como de comisiones, una vez se conozcan los resultados del 2T. Por el otro, el impacto en los niveles de capital y cuenta de resultados ha sido limitado hasta la fecha, y creemos que será manejable si tenemos en cuenta los holgados niveles de CET1 con los que cuenta el sector en conjunto, del 16% vs. 11% exigido. Por último, y pese a las subidas acumuladas en los últimos tres años, el sector cuenta con unos ratios de cotización atractivos, destacando un PER 24e de 6,7x, cotizando a descuento cercano al 50% vs. resto del mercado, unido a un atractivo dividendo del 6% actual.

DIVISAS

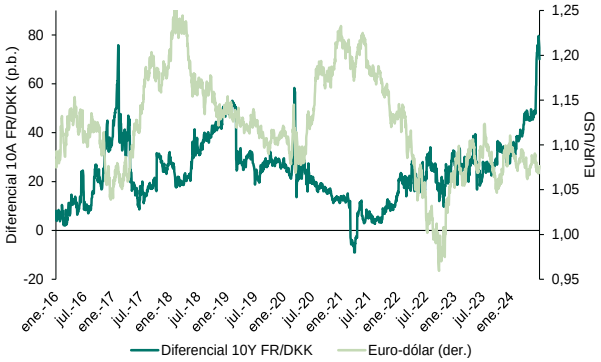
La resiliencia económica de EE.UU. y los tipos dan soporte al dólar.

El billete verde acumula una revalorización cercana al +3% frente al euro en 2024, tras iniciar el año en niveles de 1,104 EUR/USD y cotizar ahora próximo a 1,07 EUR/USD. El buen comportamiento del dólar refleja el aterrizaje suave de su economía y un nivel de tipos elevado.

El euro supera de momento el envite de la incertidumbre política en Francia.

El resultado de la primera ronda de las elecciones francesas implica que la nación puede estar un paso más lejos del peor escenario para el euro y los mercados: el de una mayoría absoluta para la Agrupación Nacional (RN) de Marine Le Pen. Este panorama político, complicado pero alejado del escenario antes descrito, contendría las ambiciones de expansión fiscal de RN y ayudaría al euro a evitar volver a mínimos anuales de 1,062 EUR/USD.

54. Diferencial 10Y FR/DK vs. EUR/USD

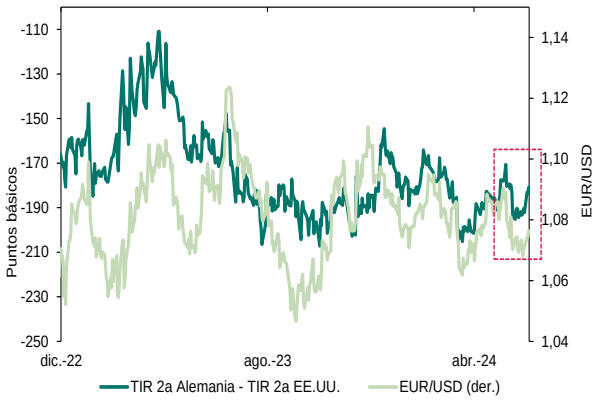


Fuente: Bloomberg y Banca March

El posible impacto sobre el euro asociado a la incertidumbre política en Francia será en cualquier caso un factor a vigilar. Y un buen indicador, el diferencial de bono a 10 años francés –país miembro del euro y con elevada deuda pública– frente al danés –país miembro de la UE pero no miembro del euro y con un bajo nivel de deuda–. Con un diferencial de ambos históricamente muy bajo o incluso negativo, la ampliación sostenida del mismo apuntaría a una depreciación del euro vs. dólar y vice-versa.

Persiste, mientras tanto, el equilibrio de fuerzas para el dólar.

55. Diferencial 2Y US/GER vs. EUR/USD



Fuente: Bloomberg y Banca March

Tal y como señalábamos, la economía estadounidense muestra, a su favor, una resiliencia superior a lo esperado desde finales del año pasado. Esto se ha traducido en una expectativa de crecimiento para el año en curso que triplica el crecimiento esperado en la eurozona. En el terreno de la política monetaria, y tras el reciente recorte de tipos por el BCE, el diferencial favorable al dólar se amplía. El billete verde es además una de las divisas preferidas en la estrategia *carry trade* y actúa de *hedge* frente a la mayoría de divisas en tiempos de incertidumbre. Por último, la reciente encuesta de un *think-tank* británico apunta a un aumento de la demanda mundial de dólares por parte de los bancos centrales en próximos trimestres.

En el otro lado de la balanza, el dólar continúa sobrevalorado frente al euro en términos de paridad de poder adquisitivo. Es además un año electoral en EE.UU., con lo que la potencial victoria republicana añadirá presión a las deficitarias cuentas públicas del país y será también una previsible fuente de incremento de las tensiones comerciales .

Sin cambios en el posicionamiento neutral. No plantearíamos incrementar exposición al billete verde hasta niveles de 1,10 - 1,12 EUR/USD.

En definitiva, el BCE ya ha iniciado su ciclo de recortes de tipos y en el corto plazo la incertidumbre política pesará en la cotización de la moneda única. Frente a ello, el billete verde cotiza ya con una importante prima de valoración frente al euro y la economía estadounidense también deberá lidiar con un elevado déficit fiscal y comercial, algo que frenará posibles apreciaciones a largo plazo. En este escenario, mantenemos un posicionamiento neutral y con bandas de actuación: esperaríamos a niveles más cercanos a 1,10-1,12 EUR/USD para incrementar posiciones en dólares, mientras que para reducirlas buscaríamos niveles entorno al 1,05 EUR/USD.

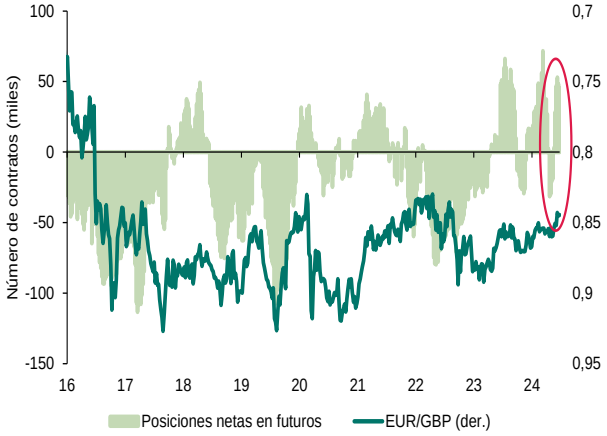
Un cambio político sin sobresaltos y el aplazamiento en las expectativas de recortes de tipos otorgan una visión más constructiva para la divisa británica.

Tras un 2023 relativamente fuerte para la libra, esta gana de nuevo terreno frente al euro hasta cotizar ahora en 0,848 EUR/GBP, +2,2% en 2024 y en máximos de casi dos años.

Por un lado, gana enteros la incipiente divergencia entre las políticas monetarias de ambas regiones. En la eurozona, el BCE ya ha iniciado el recorte de tipos de interés en junio y el mercado espera al menos otros dos recortes más. En contraste, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios el precio del dinero –5,25% y máximos de 16 años–, en parte para evitar interferencias con las elecciones generales celebradas esta misma semana.

De cara a la próxima reunión de agosto, y tras conocer un dato de inflación en el +2%, en línea con el objetivo de la autoridad monetaria, la presión se eleva sobre el Banco de Inglaterra para recortar tipos. Con todo, las lecturas de inflación subyacente (+3,5%), de servicios (+5,7%) y los salarios (+5,9%), todas en niveles elevados, justificarían una postura más paciente de la institución. En el plano macroeconómico, mientras tanto, el país abandonaba la recesión técnica en el 1T24 y los datos de desempleo siguen en niveles contenidos, lo que otorgan un cierto margen a la institución.

56. Libra esterlina: incremento de las posiciones netas de futuros



Fuente: Bloomberg y Banca March

En el terreno político, la confianza de los inversores se ve impulsada por la victoria absoluta del Partido Laborista, en contraste con la incertidumbre política en Europa, sobre todo en Francia. La plataforma de centro izquierda de Keir Starmer, que promete disciplina fiscal y mejores relaciones con la UE, tranquiliza a los inversores que temen la inestabilidad económica y otorga confianza a la divisa del país.

Por último, en el terreno más táctico, los operadores se están posicionando a favor de una mayor fortaleza de la libra, apostando por opciones de compra para beneficiarse de un repunte sostenido de la divisa. Se observa además un coste de cobertura para cubrirse de la debilidad de la libra en su nivel más bajo en siete años, lo que indica una reducción del riesgo percibido.

Establecemos objetivo de cerrar coberturas en torno a 0,86EUR/GBP.

Se trata, en definitiva, de un mayor optimismo con la divisa británica que reflejamos en nuestra visión ahora algo más constructiva, cerrando coberturas en niveles cercanos al 0,86 EUR/GBP.

Equipo de Estrategia de Mercados de Banca March:

Joan Bonet Majó
Pedro Sastre
Paulo Gonçalves, CAIA
Luis Coello, CFA
Juan Manuel Tealdi
Cristina Reyes Latorre

NOTA IMPORTANTE:

El contenido del presente documento tiene una finalidad meramente ilustrativa y no pretende ser, no es y no puede considerarse en ningún momento una recomendación de inversión o de contratación de productos financieros. Únicamente se ha elaborado para facilitar la decisión independiente e individual de cada inversor y no pretende reemplazar al asesoramiento necesario para contratar este tipo de productos. Los términos y condiciones expuestos en el presente documento constituyen únicamente unos términos preliminares, sometidos a discusión y negociación, y están condicionados al acuerdo y redacción final de los términos de la transacción, contenidos, en su caso, en el contrato o confirmación que a tal efecto se formalice. En consecuencia, Banca March S.A. no quedará vinculada por el presente documento hasta que se decida realizar una operación y acordar sus términos y condiciones sobre la base de los documentos que finalmente sean aprobados junto con el inversor interesado. Banca March S.A. no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en relación con la información contenida en el presente documento. Todos los términos, condiciones y precios contenidos en este documento son meramente indicativos y están sujetos a variaciones por circunstancias del mercado, modificaciones legislativas, jurisprudenciales, de doctrina administrativa o cualquier otro motivo, que puedan producirse. El inversor interesado debe ser consciente de que los productos a los que este documento se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o patrimonial o su perfil de riesgo. Por consiguiente, deberá adoptar sus propias decisiones teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento especializado en materia fiscal, legal, financiera, regulatoria, contable o de cualquier otro tipo que, en su caso, precise. Banca March S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier coste o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. Ninguna parte de este documento puede ser copiada, fotocopiada o duplicada en modo alguno, forma o medio, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banca March S.A.