

Análisis de Inversiones en 2023 y Perspectivas para 2024

Análisis de la inversión

Durante 2023, los mercados bursátiles mundiales se recuperaron, en su mayor parte, de las pérdidas registradas durante el mercado bajista de 2022, que marcó el peor año en más de una década. Este repunte se produjo a pesar de los temores inflacionistas, la subida de las tasas de interés, una crisis de bancos regionales en EE.UU., el aumento de las tensiones geopolíticas y conflictos militares. En nuestra opinión, las principales razones del contexto positivo del mercado en 2023 fueron a) la evitación de una recesión en las principales economías del mundo, a pesar de la subida masiva de tasas, b) las utilidades empresariales, estables en comparación con el año anterior y mejores de lo esperado, c) la ralentización de la inflación, el tema dominante del año pasado, y d) la expectativa de que el ciclo de suba de tasas de interés terminaría en 2023, con posibles recortes de tasas en el horizonte. Estos factores provocaron un aumento inesperado del apetito al riesgo de los inversores y subidas de los precios en las principales clases de activos.

El índice MSCI World subió un 24,4%, el S&P 500 ganó un 26,3%, y el NASDAQ 100 incluso se disparó un 55,1%, ya que los valores tecnológicos volvieron a ser el centro de atención, impulsados por los avances en el espacio de la inteligencia artificial (IA). El rendimiento en otros mercados fue menos espectacular, con el MSCI Europe y el MSCI Switzerland incrementándose un 16,5% y un 6,1%, respectivamente.

El rendimiento de la renta fija fue más bien plano durante la mayor parte del año, con importantes ganancias durante el cuarto trimestre. El Swiss Bond AAA-BBB Total Return Index aumentó un 7,4% en 2023, el Bloomberg Euro Aggregate TR un 7,2% y el Bloomberg US Aggregate TR un 5,5%.

El comportamiento de otros activos de riesgo fue más dispar. El Bloomberg Commodity Index cayó un 12,6%, debido principalmente a las importantes pérdidas del gas natural y al débil comportamiento del conjunto de metales industriales. El oro ganó un +13,1% por el aumento de los temores geopolíticos y el Bloomberg All Hedge Fund Index retornó un 4,8%.

El franco suizo fue la divisa más fuerte del G-10, con una apreciación del 9,9% frente al dólar estadounidense, mientras que el euro ganó un 3,1% frente al dólar. Así pues, 2023 fue en cierto modo un año difícil para las carteras diversificadas globalmente en las divisas de referencia EUR y especialmente CHF, que no pudieron beneficiarse plenamente de las considerables ganancias del mercado bursátil estadounidense debido a los movimientos opuestos de las divisas. A título ilustrativo, mientras que el S&P 500 ganó un 26,3% en USD, su rendimiento fue sólo del 14,9% en CHF.

Economía mundial

La actividad económica mundial ha sido mejor de lo esperado en los últimos trimestres, debido principalmente a la solidez del mercado laboral, al exceso de ahorro derivado de la

pandemia de Covid, al estímulo fiscal y al hecho de que las empresas y los propietarios de inmuebles siguen beneficiándose de las tasas bajas, gracias a que utilizaron financiación a más largo plazo. Sin embargo, la historia demuestra que el endurecimiento de los bancos centrales afecta a la economía real con un desfase de unos 18 meses. Dado que los efectos del aumento de los costos de refinanciación se sentirán cada vez más a lo largo de 2024, es probable que el crecimiento económico mundial siga siendo moderado en los próximos trimestres.

Según los últimos datos, la economía estadounidense creció un 4,9% anualizado en el tercer trimestre, lo que es un logro, dados los temores actuales de una ralentización más pronunciada del crecimiento. Mientras el sector manufacturero se sigue contrayendo, el sector de servicios, que es mucho más importante, sigue funcionando bien. Las últimas publicaciones de indicadores adelantados, como los índices de los directores de compras o las encuestas de confianza de los consumidores, no apuntan a un entorno de crecimiento muy negativo en los próximos meses, por lo que creemos que la probabilidad de un “aterrizaje suave” o una recesión leve en EE.UU. sigue siendo alta.

La economía de la eurozona se contrajo ligeramente un -0,1% en el tercer trimestre y se espera valor ligeramente negativo también para el cuarto. Aunque las expectativas de consenso para los próximos trimestres apuntan a una ligera recuperación, es probable que las tasas de crecimiento sigan siendo moderadas debido a los fuertes vientos en contra derivados de las altas tasas de interés y al malestar del sector manufacturero, que está afectando con especial dureza a la economía alemana. La reciente contracción del 6,6% de la producción industrial y la debilidad del gasto de los consumidores son un recordatorio de los retos a los que se enfrenta actualmente la región.

La economía suiza creció un 0,3% en el tercer trimestre en comparación con el trimestre anterior, impulsada por un fuerte crecimiento del consumo privado del 1,8%. El importante indicador adelantado KOF ha mejorado ligeramente en los últimos meses, pero sigue muy por debajo de su media a largo plazo. Tras una posible ralentización del crecimiento hacia finales de 2023, se espera un aumento al 0,4% del crecimiento trimestral del PIB, apoyado por el consumo y una mejora de las exportaciones.

China sigue padeciendo los excesos del sector inmobiliario, la moderación de la demanda interna y la escasa actividad exportadora debido a la débil demanda mundial de productos manufacturados. La actual tendencia deflacionista de los precios al consumo y a la producción y los vientos en contra del mercado laboral sugieren que el Banco Popular de China podría recortar las tasas de interés en el primer semestre del 2024 y proporcionar apoyo fiscal adicional para compensar la debilidad actual.

	GDP 2024	GDP 2025	CPI 2024	CPI 2025	CB Rate 2024	CB Rate 2025
United States	1.30%	1.70%	2.60%	2.30%	4.30%	3.25%
Euro Area	0.50%	1.40%	2.50%	2.10%	3.75%	3.00%
Germany	0.30%	1.20%	2.70%	2.20%	3.75%	3.00%
Switzerland	1.10%	1.50%	1.50%	1.40%	1.50%	1.00%
UK	0.30%	1.20%	3.00%	2.10%	4.50%	3.30%
Japan	0.80%	1.00%	2.30%	1.70%	0.10%	0.20%
China	4.50%	4.30%	1.40%	1.80%	2.25%	2.30%

Tabla: Estimaciones de consenso para el Producto Interior Bruto (GDP), el Índice de Precios de Consumo (CPI) y el Tasa del Banco Central (CB) para países/regiones seleccionados. Fuente: Bloomberg

Renta Fija

La inflación mundial de los precios al consumidor disminuyó en su mayor parte el año pasado, situándose recientemente en el 3,1% en EE.UU., el 2,4% en la zona euro, el 1,4% en Suiza y el -0,5% en China. En nuestra opinión, esta tendencia mundial a la desinflación continuará en 2024, ya que el crecimiento económico seguirá por debajo de la tendencia, los problemas de la cadena de suministro han desaparecido, los inventarios están aumentando y el crecimiento de la oferta monetaria M2 en EE.UU. sigue siendo negativo. En el pasado, ha habido una notable correlación entre el crecimiento de la oferta monetaria y la inflación, y esta última ha seguido a M2 con un desfase de 9-12 meses.

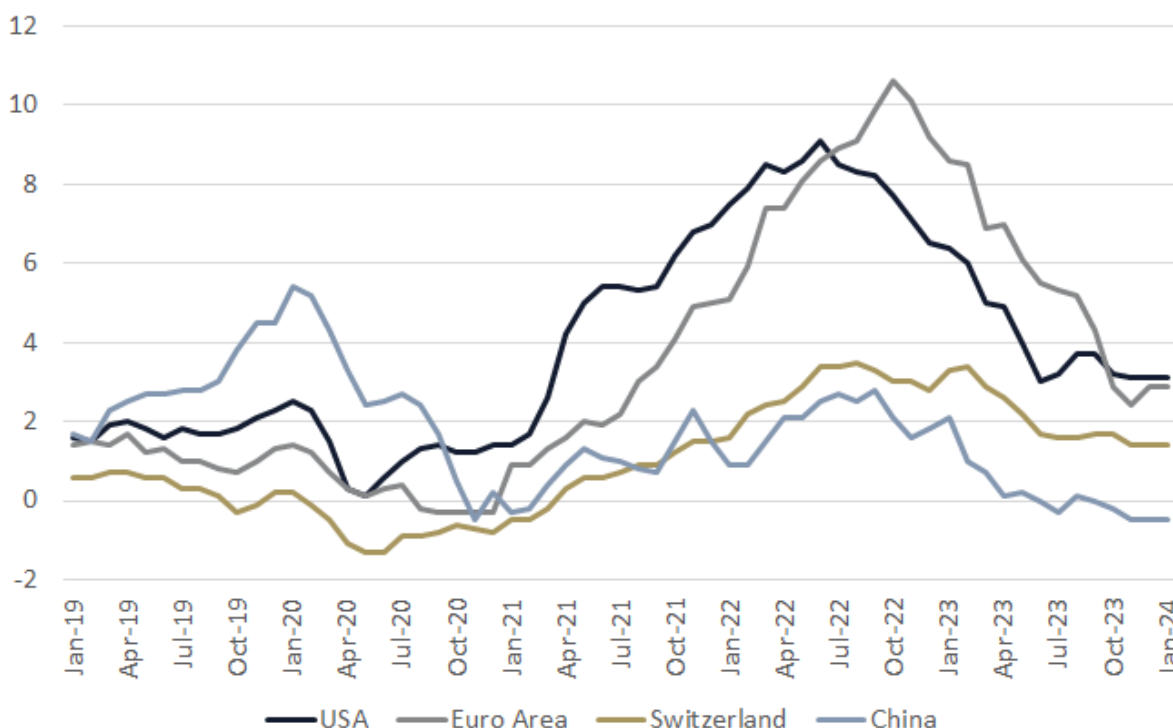


Gráfico: Evolución de la inflación de los precios al consumidor en los últimos 5 años para países/regiones seleccionados. Fuente: Bloomberg

Dado que la inflación mundial sigue tendiendo a la baja, los bancos centrales están llegando al final del actual ciclo de incremento de tasas de interés. Lo más probable es que el próximo

gran movimiento de la Fed y el BCE sea a la baja, siguiendo los pasos del Banco Popular de China, que ya ha iniciado la relajación monetaria en 2023 bajando su tasa preferente de préstamo en 20 puntos básicos y el coeficiente de reserva de depósitos de los bancos en 25 puntos básicos para fomentar la concesión de préstamos.

En un entorno de inflación moderada y crecimiento lento, los bonos de alta calidad deberían comportarse bien en general y también ofrecer protección al portafolio en caso de una desaceleración más brusca de la actividad económica. Aunque los márgenes crediticios parecen comprimidos en los niveles actuales, es probable que la ampliación de estos sea limitada si el crecimiento no decepciona, y sea compensada por el atractivo interés. La perspectiva de una relajación monetaria en 2024 debería tener un impacto positivo en todo el espectro de riesgo de la renta fija. Sin embargo, la refinanciación en el segmento de baja calidad sigue siendo difícil y es preciso vigilar de cerca las tasas de morosidad, que ya están en aumento.

Seguimos sobreponderados en renta fija en todos los mandatos, con un claro enfoque en emisores de alta calidad y duración de corto a medio plazo.

Renta variable

Nuestra previsión de un crecimiento económico lento pero positivo, una ralentización de la inflación y la perspectiva de una relajación monetaria en regiones clave en 2024 deberían, en general, ser favorables para el mercado bursátil. Sin embargo, los altos retornos recientes, a pesar del crecimiento relativamente plano de las utilidades, han llevado a valoraciones elevadas en los principales índices.

El índice MSCI World se negocia actualmente con una relación precio/beneficios de 17,3, basada en las estimaciones de beneficios a 12 meses, por encima de la media de 10 años de 16,6 y de la media de 20 años de alrededor de 15. El S&P 500 cotiza cerca de un 10% por encima de su media de 10 años y en torno a un 25% por encima de la media de 20 años. El índice SMI suizo cotiza un 10% por encima de su media de 20 años, mientras que el MSCI Europe cotiza más o menos en línea con la media. Creemos que las medias a más largo plazo reflejan mejor el valor de los mercados de renta variable, ya que las tasas de interés de hace 20 años eran comparables a los niveles actuales.

	P/E +12M	P/E +24M	DY 2024	FCF Yield	ROE
MSCI World	17.3	15.7	2.1%	3.9%	14.3%
S&P 500	19.3	17.4	1.6%	3.5%	17.9%
NASDAQ 100	23.9	20.6	0.9%	2.9%	20.9%
MSCI Europe	13.1	12.2	3.7%	5.8%	12.6%
DAX	11.3	10.3	4.5%	5.9%	9.0%
SMI	17.1	15.3	3.3%	5.0%	23.7%
Nikkei 225	19.0	17.1	1.9%	3.2%	6.7%
MSCI China	8.9	7.7	2.9%	7.9%	9.7%
MSCI EM	11.6	10.1	3.2%	5.4%	10.8%

Tabla: Estimaciones de consenso para Precio/Beneficios (P/E), Rendimiento de los Dividendos (DY), Rendimiento del Flujo de Caja Libre (FCF Yield) y Rentabilidad de los Fondos Propios (ROE) para índices seleccionados. Fuente: Bloomberg

El consenso de las estimaciones de beneficios para el índice MSCI World y el S&P 500 ha seguido una tendencia al alza en los últimos meses y se han movido lateralmente desde finales de 2023. La tendencia de los beneficios del índice SMI suizo y del MSCI Europe es más o menos lateral. El aumento de los beneficios es muy importante, ya que es el principal motor de retorno de los mercados de renta variable a largo plazo. Sin embargo, es probable que el lento crecimiento económico provoque nuevas rebajas de beneficios en los próximos meses, lo que probablemente no favorezca a los mercados de renta variable.

Según la última encuesta de la Asociación Americana de Inversores Particulares, el 48,6% de los inversores privados se muestran optimistas y el 23,5% pesimistas. El sentimiento optimista y la baja volatilidad son signos potenciales de complacencia mientras las valoraciones son elevadas, la incertidumbre económica es alta y muchos mercados están cerca de máximos históricos.

Aunque seguimos siendo optimistas con respecto a la renta variable a medio plazo, actualmente estamos tácticamente infraponderados para reflejar nuestra preocupación por las perspectivas a corto plazo de los mercados de renta variable. Preferimos valores de calidad y sectores con características defensivas.

Divisas

Con una inflación muy por debajo del 2% en Suiza, el Banco Nacional Suizo (BNS) no tiene necesidad de permitir que el franco suizo se aprecie más para proteger a la economía de la inflación importada. Creemos que el BNS cambiará pronto de rumbo y comenzará a vender CHF frente a otras divisas para apoyar las exportaciones e impulsar el crecimiento económico. Tras una fuerte carrera del CHF frente al USD, el EUR y otras monedas del G10, vemos la posibilidad de una depreciación moderada en los próximos meses.

La perspectiva de recortes de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal de EE.UU. (FED) en el primer semestre de 2024 ha provocado una debilidad generalizada del USD frente a las principales divisas del mundo en los últimos meses. El índice del dólar estadounidense, una media ponderada por el comercio del dólar frente a seis divisas principales, ha perdido casi un 5% durante el tercer trimestre de 2023. A corto plazo, vemos la posibilidad de una apreciación moderada del USD, sobre todo en caso de que una desaceleración económica más profunda de lo previsto provoque un entorno menos favorable para los activos de riesgo. En caso de que resurja la preocupación por la inflación, una postura más agresiva por parte de la FED también provocaría probablemente una presión alcista sobre el USD.

En cuanto a la eurozona, seguimos viendo el riesgo de una evolución económica decepcionante debido a la debilidad de las exportaciones, la moderación del gasto de los consumidores o la volatilidad de los precios de la energía a causa de los acontecimientos geopolíticos. Esto debería limitar una posible apreciación del euro frente a las demás divisas principales.

Inversiones alternativas

Dado nuestro escenario central de ralentización de la inflación y bajo crecimiento económico, las materias primas no son el lugar donde invertir. Una excepción es el oro, que los inversores deberían mantener a largo plazo como elemento de diversificación de la cartera y como cobertura frente a acontecimientos de “cisne negro” como recesiones, guerras, impagos gubernamentales o hiperinflación.

Los activos no correlacionados o parcialmente descorrelacionados, como los hedge funds, financiación comercial, capital de riesgo, valores vinculados a seguros o a bienes raíces, pueden ayudar a estabilizar los rendimientos de las carteras en tiempos de incertidumbre económica y geopolítica. Seguiremos asignando productos cuidadosamente seleccionados en este ámbito para lograr una mejor diversificación de la cartera y mejorar las características de riesgo/rentabilidad.

Posicionamiento por clases de activos

La siguiente tabla muestra nuestra actual asignación táctica de activos para los próximos 1-3 meses.

		--	-	0	+	++
Liquidity						
Fixed Income	Total					
	Government					
	IG Corporates					
	HY					
	EM					
	Duration					
Equities	Total					
	USA					
	Euro Area					
	Switzerland					
	UK					
	Japan					
	EM					
Alternatives	Total					
	Precious Metals					
	Private Markets					
	Hedge Funds					