

Perspectivas de inversión 2T 2024

Análisis de la inversión 1er trimestre

En el primer trimestre del año en curso, los mercados de renta variable ampliaron las ganancias del cuarto trimestre de 2023. De hecho, el primer trimestre fue el mejor en cinco años para la renta variable mundial, a pesar de la creciente cautela sobre el alcance y el ritmo de los posibles recortes de tasas de la Fed y las elevadas valoraciones. Las ganancias se vieron impulsadas principalmente por la disminución del riesgo de recesión en EE.UU., los sólidos informes de ganancias empresariales de los dos últimos trimestres, el aumento de las estimaciones de rendimientos, el incremento del apetito por el riesgo y también por la expansión de los múltiplos de valoración.

En cuanto a los mercados de renta fija, el primer trimestre fue desigual. El mercado suizo de bonos soberanos tuvo un comportamiento positivo, mientras que el estadounidense y el europeo bajaron. Los bonos de high yield y de mercados emergentes se beneficiaron del descenso de los diferenciales de crédito en regiones clave. El oro y el petróleo subieron significativamente, mientras que los índices generales de materias primas se movieron lateralmente. El dólar ganó terreno frente a la mayoría de las divisas del G10, ante unas expectativas menos pesimistas de recortes de tipos por parte de la Reserva Federal. El siguiente cuadro ofrece una visión general de los acontecimientos más importantes en las distintas clases de activos:

Equity Index	29.12.2023	28.03.2024	YTD %
S&P 500	4769.83	5254.35	10.2%
NASDAQ 100	16825.93	18254.69	8.5%
Stoxx Europe 600	478.99	512.67	7.0%
Euro Stoxx	474.14	520.21	9.7%
DAX	16751.64	18492.49	10.4%
CAC 40	7543.18	8205.81	8.8%
SMI	11137.79	11730.43	5.3%
SPI	14571.23	15442.86	6.0%
SMIM	2565.11	2640.92	3.0%
Nikkei 225	33464.17	40168.07	20.0%
Hang Seng	17047.39	16541.42	-3.0%
CSI 300	3431.11	3520.97	2.6%
MSCI EM	152.68	167.87	10.0%
Bond Index	29.12.2023	28.03.2024	YTD %
SBI AAA-BBB	131.50	132.12	0.5%
Euro Aggregate	237.51	236.72	-0.3%
US Aggregate	2162.00	2145.23	-0.8%
Global High Yield	1522.00	1554.35	2.1%
Commodity Index	29.12.2023	28.03.2024	YTD %
BBG Commodity	98.65	99.49	0.9%
Gold	2062.98	2229.87	8.1%
Silver	23.80	24.96	4.9%
Oil (WTI)	71.65	83.17	16.1%
FX	29.12.2023	28.03.2024	YTD %
USD-CHF	0.84	0.90	7.2%
USD-EUR	0.91	0.93	2.3%
EUR-CHF	0.93	0.97	4.7%
USD-GBP	0.79	0.79	0.9%
USD-JPY	141.04	151.38	7.3%
USD-MXN	16.97	16.63	-2.0%

Tabla: Rendimientos de las clases de activos en lo que va de año a 28.03.2024. Fuente: Bloomberg

Economía Global

El crecimiento del PIB real en EE.UU. se mantuvo notablemente fuerte hacia finales de 2023, expandiéndose a una tasa anualizada del +3,4% intertrimestral en el cuarto trimestre. El consumo personal, principal motor del crecimiento estadounidense, pasó del +3,1% en el tercer trimestre al +3,3% en el cuarto, gracias a la solidez del mercado laboral y a la mejora de la confianza de los consumidores. En un contexto de mejora de los indicadores de previsión, nuestra hipótesis de base sigue siendo un aterrizaje suave ("soft landing") para la economía estadounidense, con una ralentización del crecimiento, la continuación de la tendencia a la desinflación y la bajada gradual de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal en el segundo semestre del año. Es probable que el consumo estadounidense se vea respaldado por el crecimiento del empleo y el aumento de los salarios reales. En caso de desaceleración más pronunciada de la actividad, la Fed podría recortar las tasas de forma agresiva para limitar los riesgos a la baja para la economía.

La actividad económica en la zona euro fue moderada en el cuarto trimestre, con un crecimiento interanual del PIB real del +0,1%. Mientras que el sector manufacturero sigue contrayéndose, el sector de servicios sigue registrando mejores resultados. El índice Purchasing Managers' Index (PMI) de la zona euro, publicado recientemente, se situó en 49,9 puntos en marzo, lo que indica cierto avance a un ritmo lento. El consenso apunta a una ligera mejora del entorno económico a lo largo del año, con una previsión de crecimiento del PIB real en torno al +0,5% para 2024. Dadas las moderadas perspectivas de inflación, esperamos un primer recorte de tipos del BCE en junio, seguido de dos o tres recortes adicionales en el segundo semestre del año.

La economía suiza creció un 0,6% interanual en el cuarto trimestre, gracias sobre todo al consumo privado y a la recuperación de las exportaciones. El Banco Nacional Suizo (BNS) bajó inesperadamente su tipo de interés oficial del 1,75% al 1,50% en marzo. En nuestra opinión, esta decisión se debió a las bajas perspectivas de inflación y a la preocupación por los riesgos de apreciación del CHF ante posibles recortes de tipos por parte de la Fed y el BCE. El BNS revisó ligeramente su previsión de crecimiento del PIB real en 2024, de entre el 0,5% y el 1% a alrededor del 1%, destacando "una actividad económica más débil en el extranjero" como el principal riesgo para sus perspectivas.

La publicación más reciente de los índices de directores de compras chinos apunta a un repunte de la actividad en los sectores manufacturero y de servicios. Sin embargo, la publicación de datos económicos tras el Año Nuevo chino tiende a ser errática, lo que plantea la cuestión de hasta qué punto es realmente sostenible esta mejora. Los problemas internos, como los excesos del sector inmobiliario, las presiones deflacionistas y la debilidad de la demanda interna, siguen siendo evidentes.

	GDP 2024	GDP 2025	CPI 2024	CPI 2025	CB Rate 2024	CB Rate 2025
United States	2.20%	1.70%	2.90%	2.40%	4.60%	3.50%
Euro Area	0.50%	1.30%	2.40%	2.10%	3.40%	2.65%
Germany	0.10%	1.10%	2.50%	2.10%	3.40%	2.65%
Switzerland	1.20%	1.50%	1.50%	1.30%	1.13%	1.00%
UK	0.30%	1.20%	2.50%	2.10%	4.30%	3.25%
Japan	0.70%	1.10%	2.30%	1.80%	0.10%	0.20%
China	4.60%	4.30%	0.80%	1.70%	2.16%	2.28%

Tabla: Estimaciones de consenso para el Producto Interior Bruto (PIB), el Índice de Precios de Consumo (IPC) y el Tipo del Banco Central (BC) para países/regiones seleccionados. Fuente: Bloomberg

Renta Fija

Los temores a un aterrizaje brusco de la economía estadounidense hacia finales de 2023 se han disipado a la luz de los últimos datos económicos. En consecuencia, los mercados han reducido las expectativas de recortes de los tipos de interés por parte de la Fed en 2024 de 150 puntos básicos a unos 60 puntos básicos y, en el caso del BCE, de 147 puntos básicos a unos 85 puntos básicos. Como resultado de esta evolución, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años aumentó del 3,9% a alrededor del 4,4%, lo que consideramos atractivo. El rendimiento de la deuda pública europea a 10 años subió del 2,0% al 2,4%, mientras que el de la deuda pública suiza con el mismo vencimiento se movió más o menos lateralmente, apoyado por el recorte de tipos de 25 puntos básicos del Banco Nacional Suizo.

Como se esperaba, la tendencia mundial a la desinflación continuó en el primer trimestre, aunque a un ritmo más lento que en 2023. La inflación de los precios al consumo se sitúa actualmente en el 3,2% en Estados Unidos, el 2,4% en la zona euro, el 1,0% en Suiza y el 0,7% en China. La moderación de la inflación abre la puerta a una política monetaria menos restrictiva, con los primeros recortes de la FED y el BCE previstos para junio. El presidente de la FED, Jay Powell, declaró recientemente que el banco central estadounidense no estaba lejos de poder recortar los tipos con suficiente confianza.

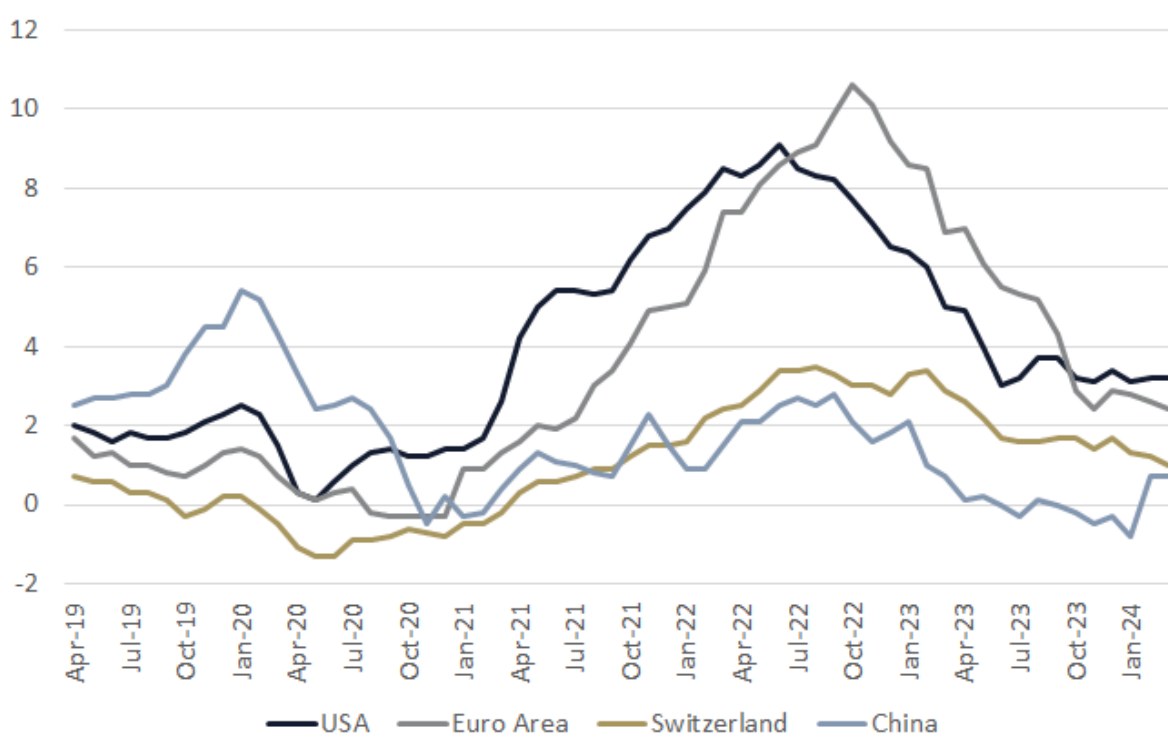


Tabla: Evolución de la inflación de los precios al consumo en los últimos 5 años para los países/regiones seleccionados.
Fuente: Bloomberg

La ralentización de la inflación, un crecimiento económico moderado y la perspectiva de una relajación monetaria deberían beneficiar en general a las inversiones en renta fija. Como los diferenciales de crédito de los bonos con grado de inversión están cerca de sus medias a más largo plazo, los consideramos atractivos. Los diferenciales de los bonos de alto rendimiento (high yield) y de los mercados emergentes parecen comprimidos en los niveles actuales, pero es probable que estén bien respaldados, ya que lo más probable es que se pueda evitar una recesión en EE.UU.

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

Renta Variable

La revalorización de los precios en los mercados bursátiles más importantes fue más pronunciada que el crecimiento agregado de los beneficios de las empresas subyacentes en el primer trimestre, lo que provocó un nuevo aumento de los múltiplos de valoración.

La relación precio/beneficios del índice MSCI World basada en las estimaciones de beneficios a 12 meses se sitúa actualmente en 18,7, lo que supone una prima de aproximadamente el 12% con respecto a la media de 10 años de 16,6 y del 24,6% con respecto a la media de 20 años de alrededor de 15. Aunque unas valoraciones elevadas no son necesariamente señal de una corrección inminente (ni un indicador fiable de la sincronización del mercado), sí sugieren que las perspectivas de un nuevo aumento de los múltiplos probablemente sean limitadas e implican un crecimiento de los beneficios superior a la media a medio plazo.

En efecto, las estimaciones de beneficios para el MSCI World, el S&P 500 y el NASDAQ 100 siguen aumentando, como reflejo de los sólidos informes empresariales del último trimestre, y las estimaciones para los índices de los mercados europeos también están empezando a subir. La excepción es China, donde las estimaciones siguen a la baja. Cabe señalar que los beneficios agregados del índice MSCI China han caído alrededor de un 1,6% anual en los últimos 10 años, a pesar del crecimiento económico positivo. Ello ha provocado un deterioro estructural del mercado bursátil chino y es atribuible a la presencia en los principales índices de empresas mal gestionadas, controladas por el Estado, muy ineficientes y/o excesivamente apalancadas.

Equity Index	PE +12M	PE +24M	FCF Yield	DY	ROE
MSCI World	18.7	16.9	3.8%	1.9%	14.4%
S&P 500	20.9	18.7	3.3%	1.4%	18.1%
NASDAQ 100	25.6	22.0	2.8%	0.9%	20.9%
MSCI Europe	14.1	13.1	5.4%	3.4%	12.3%
DAX	13.1	11.7	7.3%	3.1%	10.2%
FTSE 100	11.5	10.9	5.9%	4.0%	11.4%
SMI	17.8	15.9	4.9%	3.3%	24.4%
SMIM	21.7	17.5	3.1%	2.7%	7.0%
Nikkei 225	22.4	19.9	2.9%	1.7%	8.1%
MSCI China	9.2	8.0	9.7%	2.9%	9.9%
MSCI EM	13.7	12.7	5.7%	3.3%	11.2%

Tabla: Estimaciones consensuadas de Precio/Beneficio (PE), Rentabilidad del Dividendo (DY), Rentabilidad del Flujo de Caja Libre (FCF Yield) y Rentabilidad de los Fondos Propios (ROE) para los índices seleccionados. Fuente: Bloomberg

Desde el punto de vista técnico, los índices bursátiles más relevantes han superado sus máximos históricos y mantienen una tendencia alcista. A corto plazo, sin embargo, los mercados parecen estar sobrecomprados y es cada vez más probable que se produzca una corrección moderada, lo que sería saludable en nuestra opinión.

Debido a las valoraciones al alza, las condiciones de sobrecompra del mercado y el elevado optimismo de los inversores, consideramos que el potencial alcista a corto plazo de los principales índices de renta variable es limitado. Mantenemos una infraponderación táctica, con preferencia por valores de alta calidad con márgenes elevados, altos rendimientos del capital, un perfil de crecimiento atractivo y características defensivas.

Divisas

El inesperado recorte de los tipos de interés por parte del Banco Nacional Suizo en marzo fue la primera medida adoptada por un banco central del G-10 tras el shock inflacionista mundial posterior a la crisis de los covachos. El Presidente del BNS, Thomas Jordan, declaró que sólo veía "un riesgo muy bajo" de que la inflación volviera a repuntar por encima del 2%. La reciente desaceleración del índice de precios al consumo suizo confirma esta apreciación. Con una caída de más del 6% frente al USD en el primer trimestre (y tras una fuerte subida en el 4T/2023), el CHF fue una de las principales divisas más débiles. Aunque la debilidad del CHF podría persistir a corto plazo, no esperamos una depreciación más pronunciada. En nuestra opinión, los motores a largo plazo de la fortaleza del CHF, como el sólido crecimiento económico, la baja inflación, un bajo nivel de deuda pública y el amplio superávit por cuenta corriente del 8% de la economía suiza, siguen vigentes.

La subida del USD tras la debilidad del 4Q/2023 se debió a la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado y a las menores expectativas de recortes de tipos de interés de la Fed en 2024. La previsión mediana del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) es de tres recortes de tipos este año. Los mercados de futuros apuntan a un primer recorte en junio, con riesgos que se inclinan hacia un retraso. Vemos un potencial alcista limitado para el USD, a menos que un deterioro del contexto económico mundial desencadene grandes flujos de inversión hacia el USD.

Mientras que la economía estadounidense parece notablemente resistente, la Eurozona evitó por los pelos una recesión en invierno y los indicadores de tendencia apuntan a una mejora marginal de la actividad. Por tanto, cabe suponer que el BCE recortará los tipos de interés de forma más agresiva que otros bancos centrales. Los mercados de futuros prevén recortes del BCE de unos 85 puntos básicos en 2024, más que la Reserva Federal o el Banco Nacional de Suiza. Para los próximos meses, esperamos que el euro se mueva lateralmente con tendencia a la debilidad en caso de noticias económicas decepcionantes en la Eurozona.

Inversiones Alternativas

Resulta ciertamente difícil encontrar una explicación racional a la fuerte subida del precio del oro desde principios de 2024. Por un lado, las compras de los bancos centrales se mantienen en un nivel elevado y las fuertes exportaciones de oro de Suiza a China apuntan a una demanda robusta. Por otro lado, la apreciación del dólar, una política menos moderada de la Reserva Federal y el aumento de los rendimientos reales son factores que suelen ir de la mano de un precio del oro más débil. Además, la prima del precio del oro entre Shanghai y Londres se ha desplomado, lo que indica una ralentización de la demanda china. No nos sorprendería una consolidación del precio del oro, pero seguimos invirtiendo para diversificar la cartera y como cobertura contra los riesgos de cola.

Tradicionalmente consideramos la parte alternativa de nuestras carteras como un medio de diversificación eficaz del riesgo. El objetivo es lograr rendimientos similares a los de la renta variable con escasa dependencia de los movimientos del mercado. Nuestras principales inversiones son

activos descorrelacionados o parcialmente descorrelacionados, como la financiación del comercio, el capital riesgo, la deuda privada o los valores vinculados a seguros, que presentan un sólido rendimiento a largo plazo superior al de los índices alternativos generales.

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					

Aviso legal

Este documento es una publicación de marketing. Se facilita únicamente con fines informativos y no constituye una investigación o análisis financiero, una oferta, una oferta pública, un asesoramiento de inversión, una recomendación o una invitación a comprar, suscribir, poseer o vender ningún instrumento financiero y/o a prestar un servicio financiero. Además, este documento no toma en consideración la situación personal, los objetivos de inversión o los conocimientos, necesidades y clasificación de cualquier persona que pueda recibir este documento, a menos que se indique lo contrario. Triaxis AG no verifica la idoneidad y/o adecuación de la información facilitada.

Los riesgos generales relacionados con los servicios financieros y las inversiones se explican en el folleto de la Asociación Suiza de Banqueros sobre los riesgos que conlleva la negociación de instrumentos financieros [www.swissbanking.ch]. Los riesgos específicos relacionados con los instrumentos financieros mencionados en este documento se describen en los folletos y en las hojas de información básica (KID) que Triaxis AG pone a su disposición gratuitamente. Cualquier decisión de inversión debe basarse en un estudio previo de la documentación y, en particular, del folleto y de la ficha de información básica, en su caso.

Esta presentación y su contenido no deben ser distribuidos, transmitidos o vistos por ninguna persona en ninguna jurisdicción en la que la distribución, transmisión o visualización de este documento sea ilegal en virtud de la legislación sobre valores u otras leyes de esa o cualquier jurisdicción.

Este documento no es el resultado de un análisis financiero en el sentido de la Directiva Bancaria Suiza sobre Investigación Financiera Independiente, que no se aplica a esta publicación. Por consiguiente, las opiniones expresadas en este documento deben considerarse comentarios de mercado a corto plazo con fines meramente informativos. Como tales, las opiniones aquí expresadas son meramente indicativas y pueden estar sujetas a frecuentes cambios sin previo aviso. Cada persona debe realizar su propio análisis independiente de los riesgos (incluidos los legales, reglamentarios y fiscales), con asesores profesionales si es necesario, antes de invertir en cualquier valor, instrumento financiero o mercado financiero mencionado en el presente documento. Los inversores deberán tener en cuenta, en particular, que las rentabilidades pasadas no deben tomarse como indicación o garantía de rentabilidades actuales o futuras. La información facilitada se basa en fuentes consideradas fiables. Sin embargo, Triaxis AG no garantiza su integridad o exactitud ni acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño resultante de su uso. Toda la información y opiniones, así como los precios, valoraciones de mercado y cálculos aquí contenidos están sujetos a cambios sin previo aviso. Su contenido está destinado exclusivamente al destinatario y no debe ser reproducido, publicado, difundido o revelado a ninguna otra persona sin el consentimiento previo de Triaxis AG.

Triaxis AG no ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, en relación con el material contenido en esta presentación. A excepción de la responsabilidad legal que no puede ser excluida, cada una de las empresas, sus directores, funcionarios, empleados, asesores y agentes no aceptan expresamente ninguna responsabilidad por la integridad del material contenido en esta presentación, o cualquier opinión contenida en este documento, y no asume ninguna responsabilidad en relación con el uso de cualquier información contenida en esta presentación.

Triaxis AG

Brandschenkestrasse 4 · CH - 8001 Zürich
Postfach · CH - 8027 Zürich

T +41 43 311 27 27 · F +41 43 311 27 25
info@trixaxis.ch · www.trixaxis.ch