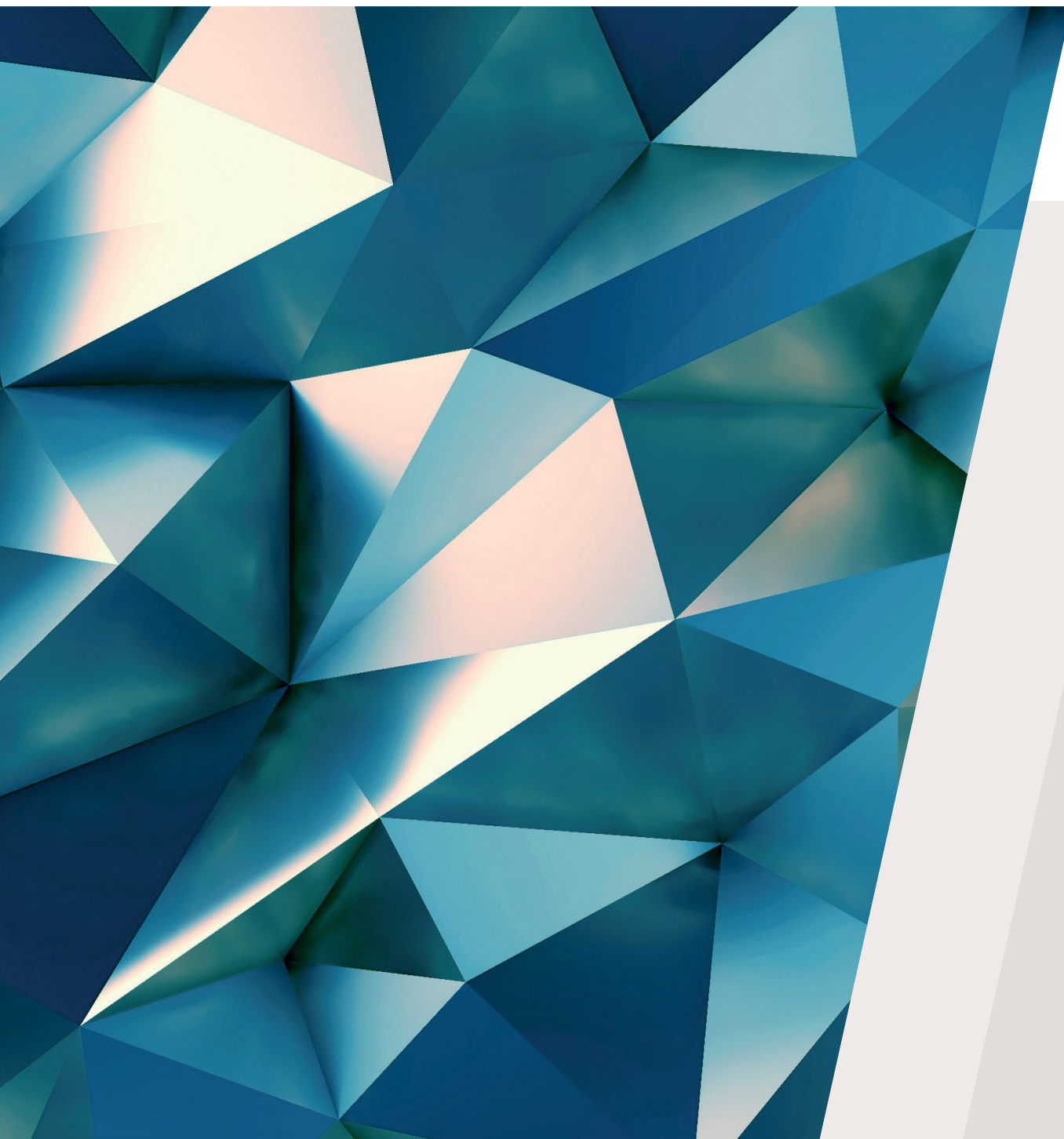




ENERO 2024

Asignación de activos Mosaïque

Nuestra opinion actual



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer

ASPECTOS FUNDAMENTALES

- Tenemos por delante un año de tensiones geopolíticas, aunque posiblemente lo más importante para los mercados será el ciclo económico
- En 2024 pueden mantenerse la desinflación y la resiliencia económica
- Mantenemos sobreponderación en acciones, neutralidad en bonos e infraponderación en efectivo.

PANORAMA MACROECONÓMICO

El conflicto de Oriente Medio podría extenderse al Mar Rojo y el Golfo Pérsico, aunque hasta el momento el impacto en la economía mundial parece manejable y los impersonales mercados financieros no han sufrido prácticamente consecuencia alguna. Si nos fiamos de lo ocurrido históricamente, es posible que ni siquiera las elecciones presidenciales que tendrán lugar en noviembre en Estados Unidos y están cargadas de contenido geopolítico, tengan una excesiva repercusión en el ámbito financiero.

Lo que sí parece que influirá con toda seguridad en las carteras es la evolución continua del mayor ciclo de inflación registrado en cuatro décadas, y en este ámbito, es posible que siga habiendo noticias positivas.

Tras un tórrido 2022, las acciones -y finalmente- los bonos registraron sólidos resultados en 2023, con rendimientos superiores a la inflación (que está en descenso). En nuestra primera reunión de asignación de activos de 2024, hemos mantenido las posiciones de las carteras Mosaïque para que seguir obteniendo los mismos resultados. Terminamos 2023 dando prioridad a las acciones sobre los bonos, pero por primera vez en muchos años, también preferimos los bonos al efectivo en todas las carteras.

La clave de los resultados registrados en el mercado recientemente ha sido la combinación de resiliencia económica con una decisiva ralentización de los precios al consumo. La coyuntura propiciada por una saludable rentabilidad empresarial y una situación de desinflación ha permitido

a los bancos centrales interrumpir el endurecimiento de la política monetaria y ha animado a los mercados monetarios a creer que los próximos movimientos que experimentarán los tipos de interés oficiales serán a la baja, posiblemente a partir de esta primavera.

La perspectiva de que hubiera un giro decisivo en los tipos de interés tardó algún tiempo en visibilizarse: primero las expectativas eran que se mantuviesen “altos durante más tiempo”. Si los tipos comienzan a bajar desde esta misma primavera, lo harán de manera mucho más lenta y desde niveles superiores a lo previsto por el consenso de opinión de hace un año. Sin embargo, como quedó patente, esto permitió que los bonos se estabilizasen y subiesen, además de infundir mayor ímpetu a las acciones, que ya se han visto impulsadas por unos resilientes ingresos empresariales (una gran sorpresa para los muchos entendidos que predecían una importante recesión económica).

Sin duda, aún es demasiado pronto para dar por sentada esta coyuntura favorable. Tenemos dudas que el daño ocasionado por una drástica normalización monetaria ya se haya manifestado por completo. Sin embargo, los costes de la energía han vuelto a bajar, en particular en Europa (y pese al conflicto de Ucrania y Oriente Medio), por lo que hogares y empresas disfrutan ahora en cierta medida del alivio que tanto necesitaban. Los salarios reales están volviendo a crecer a ambos lados del Atlántico y el empleo se mantiene en niveles elevados. Las encuestas empresariales a futuro siguen mostrando escasos indicios de caída inminente.

La creencia ampliamente afianzada de que



Kevin Gardiner
Global Investment Strategist

el ciclo de endurecimiento de la Fed debe conducir inevitablemente a una importante recesión siempre ha estado errada, independientemente de lo que suceda en un futuro próximo. Si la inflación se ve impulsada no solo por una gestión monetaria inadecuada sino también por limitaciones en la oferta, para erradicar esas limitaciones, siempre se puede dejar que la inflación caiga, incluso mientras la producción sigue aumentando.

En este contexto, el acontecimiento cíclico más importante de 2023 tal vez fue la continua pasividad del crecimiento de los salarios nominales, lo cual sugiere que los trabajadores de Occidente han negociado implícitamente salarios reales estables para un empleo estable.

CONCLUSIÓN EN MATERIA DE INVERSIONES

La ralentización de las tasas de inflación general en particular indica que estamos pasando a la siguiente fase en cuanto a los tipos de interés. Después de que se produjera una venta masiva de bonos ante la perspectiva de que los tipos se mantuvieran altos durante más tiempo, a finales de 2023 había margen para que subieran –y es probable que siga habiendo cierto margen, incluso aunque (como de nuevo sospechamos) los tipos oficiales no caigan con tanta rapidez ni en la magnitud que los mercados monetarios esperan-. Por primera vez en muchos años, inauguramos el año con una posición neutral en bonos, en lugar de infraponderada, en todas las carteras.

A finales de julio volvimos a sobreponderar la renta variable. Tal vez nos precipitamos, dado su posterior retroceso, pero los índices de mercado se estabilizaron finalmente y llegaron a marcar nuevos máximos tras 2022. Tal como señalamos, aún no estamos fuera de peligro, aunque seguimos pensando que una recesión económica significativa no es necesaria ni probable

y que las valoraciones de las acciones no son especialmente altas.

Las expectativas sobre rentabilidad empresarial siguen estabilizándose en niveles saludables. Las valoraciones de las acciones no son especialmente altas –ni siquiera lo fueron cuando las tasas de descuento rondaron el 4% o el 5% en otoño- y todavía podría producirse un alza considerable con la asunción de mayor riesgo. El avance de las acciones ha sido escaso hasta la fecha, pero ha habido algunos indicios de que está comenzando a generalizarse.

Los niveles más normales en cuanto a rendimientos de los bonos registrados actualmente pueden no suponer un problema para la valoración de las acciones, pero sí constituyen una competencia más directa (pese a volver a caer ligeramente a finales de año). Incluso los rendimientos de muchos bonos de la eurozona ofrecen rentabilidades positivas plausibles al vencimiento, aunque la inflación no alcance plenamente y de manera sostenible el objetivo. También ofrecen una diversificación más creíble y quizás este sea un ámbito en el que los riesgos cíclicos y geopolíticos se alineen.

Tras haber cerrado nuestra prolongada infraponderación, añadir aún mayor posición a la neutralidad a renta fija desde el efectivo nos parecería ahora demasiado confiado, pues nos acercaría mucho a una “inversión total” en valores. Mantenemos por el momento una posición neutral, si bien de nuevo es la posición más positiva que hemos tenido con respecto a los bonos a lo largo de diez años.

Resumen de la asignación de activos

Renta variable. A finales de julio volvimos a sobreponderar la renta variable, tras haberla recortado a neutral después de la invasión rusa de Ucrania, pero mantuvimos sin cambios nuestras preferencias regionales y sectoriales -y seguimos haciéndolo, pues dichas consideraciones son secundarias en estos momentos-.

Seguimos favoreciendo los Estados Unidos y (aunque nos agrada menos) los países emergentes de Asia, donde el crecimiento económico de China no ha logrado manifestarse en el comportamiento de las compañías. Seguimos neutrales en el mercado de la Eurozona, e infraponderados en Suiza y el Reino Unido, que son defensivos. A nivel sectorial, las carteras siguen inclinándose hacia una combinación de crecimiento y ciclicidad, a expensas de los sectores defensivos, y nuestras posiciones en las carteras estadounidense y europea son similares. Financiamos la actual sobreponderación en acciones con liquidez.

Renta fija. En julio también cerramos nuestra prolongada infraponderación residual en bonos (en las carteras europeas -en las carteras estadounidenses la habíamos cerrado a finales de 2022-). Al igual que en el caso de la renta variable, financiamos este incremento en renta fija en las carteras europeas con liquidez.

Más recientemente, dentro de la renta fija, también pasamos a una posición sobreponderada en las carteras europeas, en cuanto a duración, en consonancia con un movimiento anterior realizado en las carteras de Estados Unidos. Esto nos permitió capitalizar ligeramente las subidas registradas al final del año, lideradas por los bonos a más largo plazo.

La única divergencia que existe actualmente entre las carteras europeas y las de Estados Unidos es que seguimos sobreponderando los bonos de alto rendimiento en Europa, financiados actualmente por una

infraponderación en crédito con grado de inversión. Incluso tras el estrechamiento de los márgenes y el retroceso de las rentabilidades, los bonos de alto rendimiento siguen siendo una fuente de ingresos importante en las carteras europeas y sigue siendo uno de los segmentos de todo el mercado de renta fija con mejor comportamiento. La economía de la eurozona es la más débil de las grandes economías occidentales, pero aún así creemos que puede evitar un incremento drástico de las tasas de impago y pérdidas.

Divisas. En calidad de divisa “segura”, el dólar estadounidense podría haberse reforzado con el conflicto en Oriente Medio, pero si algo ha experimentado, ha sido un debilitamiento. En general, seguimos teniendo poca convicción en las principales divisas, lo que ha seguido siendo favorable en un clima cambiario de baja volatilidad (las excepciones más recientes serían tal vez el debilitamiento del yen y el refuerzo del franco). Normalmente es la volatilidad de la renta variable la que domina los rendimientos en la mayoría de las carteras equilibradas.

Asignación de activos

LEYENDA		-	Neutral	+
Sobreponderación				
Indice de referencia				
Infraponderación				
Cambios recientes			→	←

		-	Neutral	+
RESUMEN	EE. UU.	Mercado monet.		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
	Europa	Mercado monet.		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
	Suiza	Mercado monet.		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
RENTA FIJA	EE. UU.	Duration		
		Government		
		Invest.grade		
		High-yield		
	Europa	Duration		
		Government		
		Invest.grade		
		High-yield		
	Suiza	Duration		
		Government		
		Invest.grade		
		High-yield		

		-	Neutral	+
RENTA VARIABLE	Regiones	Norteamérica		
		Zona euro		
		Reino Unido		
		Suiza		
		Japón		
		Pacífico, ex. Japón		
		ME, ex. Asia		
		ME, Asia		
	Sectores (EE. UU.)	Energía		
		Materiales		
		Industria		
		Suministros		
DIVISAS	Sectores (Europa)	Consumo discr.		
		Consumo básico		
		Comunicaciones		
		Atención sanitaria		
		Tecnología		
		Finanzas		
		Sector inmob.		
	Divisas	USD		
		EUR		
		GBP		
		CHF		

Wealth Insights

Nuestras Wealth Insights se basan en la diversidad de publicaciones y podcasts oportunos y exhaustivos.

Si desea obtener más información visite la página de web en

www.rothschildandco.com/insights



Este documento lo ha elaborado Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, con fines meramente informativos y comerciales. No constituye recomendación, asesoramiento, oferta o invitación personal para comprar o vender valores o cualquier otro producto bancario o de inversión. Ningún aspecto incluido en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal. Aunque la información y los datos que aquí se incluyen proceden de fuentes que se consideran fiables, no se ofrecen ni se ofrecerán garantías, ni expresas ni implícitas, y, salvo en caso de fraude, Rothschild & Co Bank AG declina toda responsabilidad por la imparcialidad, la precisión o la integridad de este documento o de la información en la que este se basa, así como toda responsabilidad por el hecho de que cualquier persona base sus actuaciones en este documento.

En concreto, no se garantiza que se vayan a materializar cualesquiera proyecciones, objetivos, estimaciones o previsiones que se incluyan en este documento ni que sean razonables. Asimismo, todos los datos y las opiniones que se emplean en este documento pueden cambiar sin previo aviso. La legislación y demás regulación podrían restringir la distribución de este documento en determinadas jurisdicciones. Por consiguiente, los destinatarios de este documento deberán informarse sobre todas las obligaciones legislativas y reglamentarias aplicables, y cumplirlas. Este documento no podrá enviarse a Estados Unidos, introducirse en ese país ni distribuirse en Estados Unidos o a personas estadounidenses, ni siquiera copias de él. Rothschild & Co Bank AG está autorizada y regulada por la FINMA, la Autoridad suiza de supervisión de los mercados financieros.