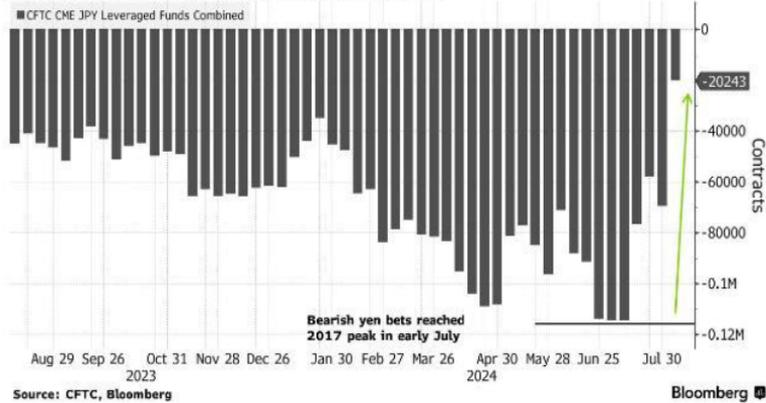


Análisis del mercado Agosto 2024

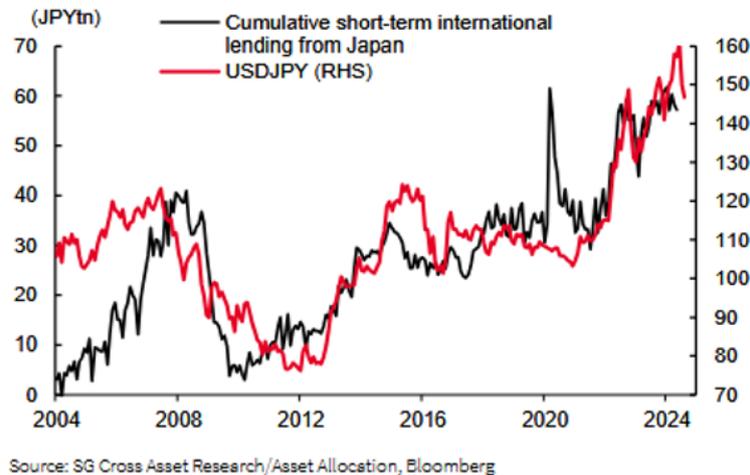


Las vacaciones de verano no fueron para nada tranquilas para aquellos más “bullish”. Agosto (estadísticamente uno de los peores meses del año, junto con septiembre) tuvo un comienzo fulgurante, con una fuerte caída de los índices bursátiles y un aumento de la volatilidad. Esta brusca corrección fue provocada principalmente por dos factores. En primer lugar, unas cifras de empleo más débiles de lo previsto. Éstas podrían poner en entredicho el escenario de “soft landing” que anticipaba la gran mayoría de los inversores. En aquel momento, aún no se había desvelado la fuerte revisión de la creación de empleo publicada por el Bureau of Statistics (BLS), sobre la que volveremos más adelante. La segunda razón, que nos parece la principal, se deriva del desmantelamiento de las operaciones de “carry trade” que mencionamos el mes pasado. Recordemos que, durante años, muchos fondos especulativos han tendido a endeudarse en divisas con tipos de interés bajos (como el yen japonés) para invertir en divisas que ofrecen mayores rendimientos (como el dólar estadounidense), aprovechando así el diferencial de rendimiento. Estas inversiones también pueden realizarse en diversas clases de activos, como la renta variable o la renta fija. El Banco Central de Japón ha endurecido recientemente su política monetaria, provocando una fuerte subida del yen. Muchos inversores occidentales se han visto obligados a cubrir sus posiciones cortas en la divisa nipona y, en consecuencia, a vender sus inversiones en dólares. Tras haberse apreciado ya un 6,8% durante el mes de julio, el yen aumentó sus ganancias más de un 6% entre el jueves 1 y el lunes 5 de agosto. Este movimiento desencadenó una venta masiva del índice Nikkei225, que incluye las principales acciones japonesas (-18,5%), y envió una ola de pánico a los índices mundiales durante unas horas. Como suele ocurrir en esos momentos, las ventas forzadas de los especuladores apalancados acentuaron el movimiento bajista y dispararon la volatilidad. Después de esta “limpieza ultrarápida”, los inversores recuperaron rápidamente la sensatez, lo que permitió a la mayoría de los índices terminar el mes ligeramente al alza, salvo el Nikkei, que aún cedió un 1,1%, un mal menor tras su histórica caída de los primeros días del mes. Este episodio es un caso perfecto de manual de las consecuencias de un rally desenfrenado provocado por los llamados “stop losses” y “margin calls” cuando se invierte una operación muy popular.

Traders Slash Yen Shorts Amid Carry Trade Unwind
Boost to yen sentiment is fifth-biggest on record



The yen carry trade has been a major driver of yen depreciation



La reversión de las operaciones de “carry trade” repercutió en todas las clases de activos, así como en las divisas. El índice del dólar cedió más de un 2% en el mes y se acercó al soporte de 100, su nivel más bajo del año. Como era de esperar, las divisas refugio, como el franco suizo, tuvieron demanda, mientras que el metal amarillo continuó su ascenso (+2,3%) hasta alcanzar un nuevo máximo histórico (2.531 dólares por onza). El resto del sector de materias primas sigue sufriendo las consecuencias de la ralentización de la economía china. Incluso el petróleo continuó su caída (-2,5%) a pesar de un contexto geopolítico que sigue siendo siempre tan tenso.

En cuanto a los tipos de interés, la tendencia ha sido a la baja. Una inflación que apunta hacia el objetivo del 2% de los bancos centrales y una ralentización económica que parece, lenta pero segura, afianzarse han animado a los inversores a acumular bonos tanto en dólares como en euros. El rendimiento estadounidense a 2 años se contrajo 38 puntos básicos durante el mes, mientras que el rendimiento a 10 años cedió 19 puntos básicos para volver al importante soporte del 3,8%. Esta corrección representa el cuarto mes consecutivo de contracción del rendimiento. Este movimiento contribuyó a un empinamiento de la curva y acercó al equilibrio el diferencial entre estos dos rendimientos, que había estado en terreno negativo desde julio de 2022. La misma tendencia se observó en Europa, pero en menor medida, con los rendimientos alemanes a 10 años contrayéndose ligeramente y fluctuando a lo largo del mes dentro de un estrecho rango de entre el 2,20% y el 2,30%.

Tendencias del mercado hasta finales de agosto de 2024

Equities in Local Currencies								
End of August	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	2.51%	2.28%	1.75%	1.32%	3.04%	0.97%	1.40%	-3.51%
Perf 3 Month	6.27%	7.03%	-0.52%	-4.53%	0.71%	3.63%	4.86%	-7.22%
Perf YTD	15.53%	18.42%	9.65%	1.16%	12.87%	11.66%	7.44%	-3.20%

Commodities				Currencies vs EUR				
End of August	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-5.60%	-2.38%	2.28%	0.11%	-2.01%	0.54%	0.06%	1.24%
Perf 3 Month	-4.47%	-3.46%	7.56%	-8.02%	-1.81%	5.65%	1.18%	4.25%
Perf YTD	2.65%	2.28%	21.35%	7.90%	-0.09%	-3.57%	3.01%	-1.08%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of August	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	2.37%	1.44%	0.44%	1.42%	0.13%	2.01%	2.17%	2.10%
Perf 3 Month	5.34%	4.79%	2.83%	5.66%	5.16%	4.72%	4.59%	4.64%
Perf YTD	1.86%	3.07%	1.24%	2.71%	-2.21%	3.32%	7.49%	6.29%

Fuente: Bloomberg 31/08/24

En los frentes político y geopolítico, las fuentes de riesgo para los mercados financieros siguen activas, lo que nos incita a seguir de cerca su evolución. Tras una pausa olímpica, la situación política no ha mejorado realmente en Francia, donde el presidente Macron sigue sin verse nombrado un primer ministro. En Estados Unidos, los resultados de los sondeos siguen siendo muy ajustados entre Harris y Trump. Hemos sabido que la candidata demócrata ha elegido a Tim Walz como compañero de co-candidato. El actual gobernador de Minnesota y antiguo profesor está considerado progresista. Esto podría ser un hándicap para recuperar votos de los electores republicanos que aún dudan en votar a Trump. Los estadounidenses esperan con impaciencia el debate televisado entre los dos candidatos, previsto para el 9 de septiembre, que sin duda influirá en el resultado final del 5 de noviembre.

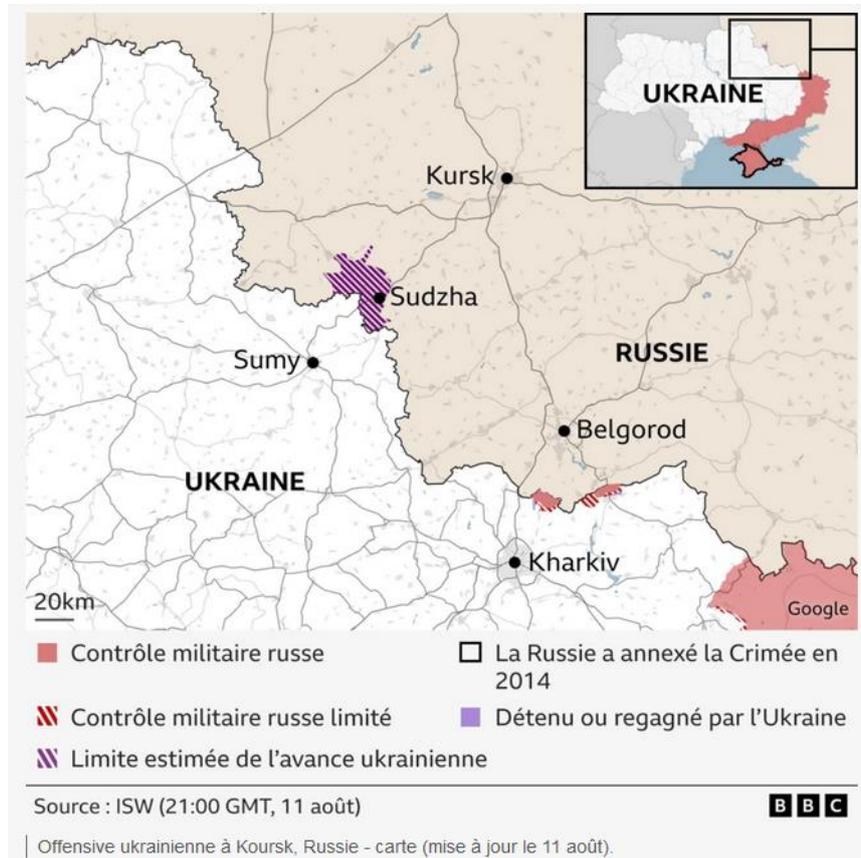
Por desgracia, no hubo buenas noticias en el frente de los conflictos armados, sino todo lo contrario. En Oriente Medio, las conversaciones para un alto el fuego está estancadas y, lo que es peor, el conflicto empieza a extenderse más allá de las fronteras libanesas. Hezbolá lanzó recientemente un ataque con drones en represalia por la incursión israelí de finales de julio que mató a un comandante del movimiento islamista armado. Esta ofensiva fue desbaratada por el ejército israelí, pero podemos ver que aumentan los riesgos de que el conflicto se extienda a la región. Si Irán y Estados Unidos tomarán parte directa en el enfrentamiento, podría tener consecuencias catastróficas para todo el mundo.

Han pasado más de dos años desde la invasión rusa de Ucrania y sus consecuencias para el abastecimiento energético. Agosto pasará sin duda a la historia como una fecha importante en la evolución del conflicto. Ucrania, que hasta ahora había intentado defenderse y repeler a los invasores, parece haber pasado a la ofensiva. A principios de agosto, el ejército ucraniano realizó una incursión sorpresa en territorio ruso en la región de Kursk y afirma controlar más de mil kilómetros cuadrados de territorio. El presidente Zelensky fue muy discreto sobre los motivos de esta operación. Los especialistas militares creen que el objetivo es crear una distracción y dispersar a las tropas rusas.

Este territorio también podría utilizarse como "moneda de cambio" en posibles conversaciones de alto el fuego. Es muy probable que este acontecimiento marque un punto de inflexión en este conflicto, empantanado desde hace varios años y cuyo desenlace parece difícil de predecir.



Aunque los más optimistas creen que esta ofensiva podría aumentar las posibilidades de poner fin al conflicto, no debemos pasar por alto el daño a la imagen del presidente Putin y las consecuencias (¿nucleares?) que podrían derivarse. Como hemos dicho en varias ocasiones, debemos tener en cuenta estos conflictos armados e incorporarlos a nuestros escenarios, pero no debemos permitir que dominen la construcción de nuestras carteras.

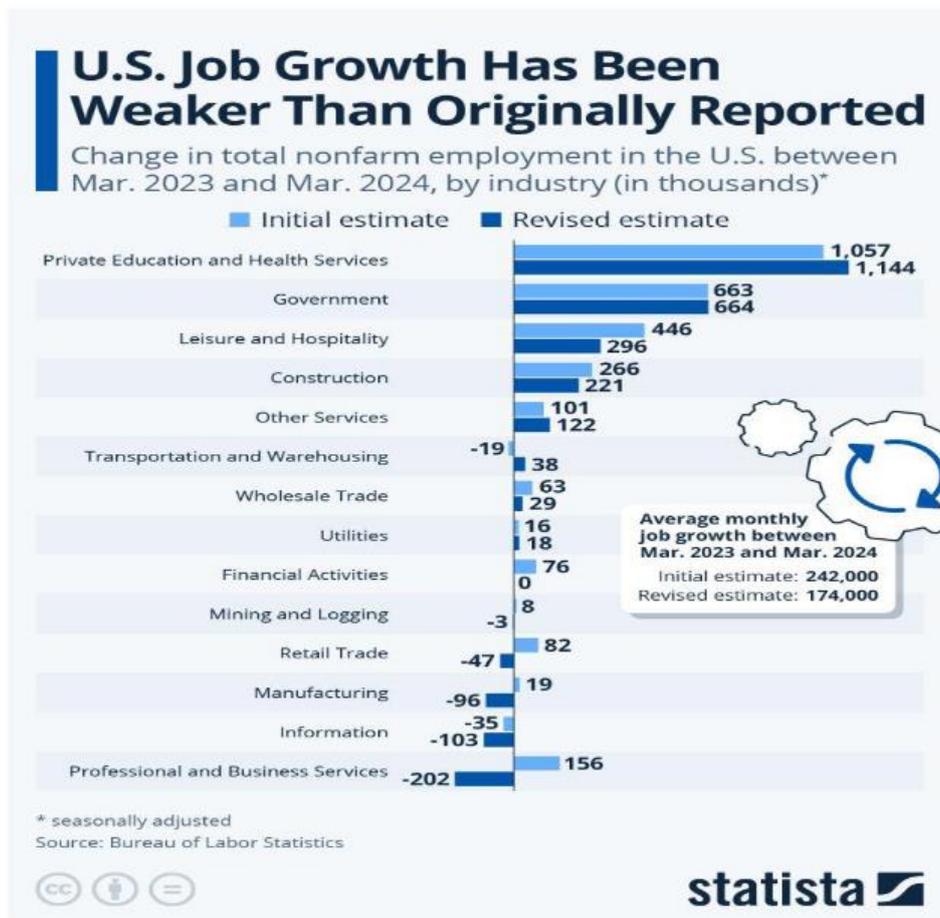


Antes hemos mencionado una importante revisión de las estadísticas de creación de empleo. Cada mes, la BLS (Oficina de Estadísticas Laborales) publica diversas estadísticas, entre ellas el número de puestos de trabajo creados en Estados Unidos, que son seguidas de cerca por los inversores y el banco central estadounidense. Junto con el índice de precios PCE (Personal Consumer Expenditure), que refleja la tendencia de la inflación estadounidense, el número de empleos creados es una de las estadísticas más importantes para la FED y su consiguiente política monetaria. Resulta que la cifra publicada mensualmente es una estimación. De hecho, dada la cantidad de datos que hay que recopilar, es difícil obtener una cifra precisa en tan poco tiempo. Una vez al año, en agosto, la BLS publica la revisión anualizada de las estadísticas mensuales publicadas entre abril del año anterior y marzo del año en curso, en nuestro caso entre abril de 2023 y marzo de 2024. Esta revisión suele ser marginal, oscilando entre 100.000 y 200.000 empleos creados por encima o por debajo de los doce meses observados. El 21 de agosto, la BLS anunció que en realidad se habían creado 818.000 empleos menos durante el periodo, es decir, una media de 174.000 empleos al mes y no 242.000 como se había publicado anteriormente.



La guinda del pastel fue que el día de la publicación, la BLS pareció tener un problema técnico y, por tanto, no pudo publicar la cifra a tiempo. Algunos bancos de inversión que siguen muy de cerca estas publicaciones y se sorprendieron al no ver aparecer la cifra en sus pantallas se pusieron en contacto telefónico con la BLS para saber qué ocurría. Esta última confirmó el problema técnico y se tomó la libertad de comunicar la revisión por teléfono a medida que recibía llamadas. Esto representa una grave falta de equidad en la transmisión de la información. "Un servicio directamente dependiente del gobierno de EE.UU. puede hacerlo mejor..."

No cabe duda de que rodarán algunas cabezas en este departamento.



Así mismo, parece que la economía estadounidense creó muchos menos puestos de trabajo entre abril de 2023 y marzo de 2024 de lo que la FED pensaba. Sin embargo, la FED ha justificado en varias ocasiones su decisión de no bajar los tipos demasiado rápido, precisamente por la solidez del mercado laboral... una opinión muy sesgada por esta sobreestimación. Por tanto, es legítimo preguntarse si el mercado laboral, y la economía estadounidense en su conjunto, son tan sólidos como parecen...

Al mismo tiempo, hemos sabido que se ha disparado un indicador adelantado de recesión. Es difícil imaginar que no haya oído hablar de la "regla Sahm" en las últimas semanas. El trabajo de la economista Claudia Sahm fue destacado por la Reserva Federal de San Luis en 2019.

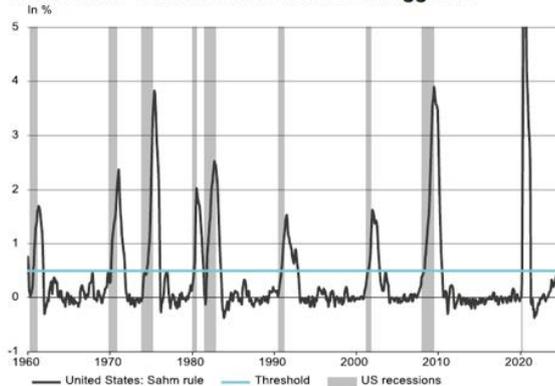


Según su estudio, cuando la media móvil de tres meses de la tasa de desempleo estadounidense aumenta más de un 0,5% en el espacio de doce meses, ello indica que la economía estadounidense está a punto de entrar en recesión.

Y esta señal acaba de ser "activada" por la estadística de la tasa de desempleo para julio de 2024. La "tasa de éxito" de este indicador ha sido bastante elevada en las anteriores recesiones experimentadas por la economía estadounidense. Aun así, es criticado por un buen número de economistas (iy por la propia Claudia Sahm!). En efecto, este modelo se basa en un aumento de la tasa de desempleo debido a una aceleración de los despidos, y esto es lo que ha sucedido históricamente. En la actualidad, no cabe duda de que se están produciendo oleadas de despidos en Estados Unidos, pero el aumento de la tasa de desempleo se justifica principalmente por un exceso de oferta de mano de obra y el retorno de ciudadanos que estaban inactivos en el mercado laboral (principalmente inmigrantes). Además, cuando este indicador se disparó en el pasado y sobrevino una recesión, los niveles de endeudamiento de los hogares también estaban en alza y la inversión se contraía, lo que no es realmente el caso en estos momentos. ¿Esta vez es diferente? Tal vez... pero el hecho es que este indicador confirma que la economía estadounidense se está ralentizando y que la Reserva Federal va a tener que ajustar su política monetaria.

Dicho esto, la reciente revisión al alza del crecimiento del PIB estadounidense para el segundo trimestre confirma que la actividad económica, impulsada principalmente por el consumo privado, sigue siendo fuerte por el momento.

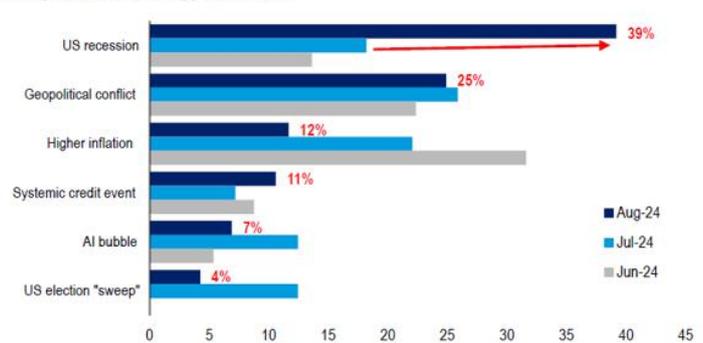
Chart 2: The Sahm rule has now been triggered



Source: LSEG, Vontobel, August 5, 2024.

Chart 9: US recession overtakes geopolitical conflict as the #1 tail risk

What do you consider the biggest "tail risk"?



Source: BofA Global Fund Manager Survey

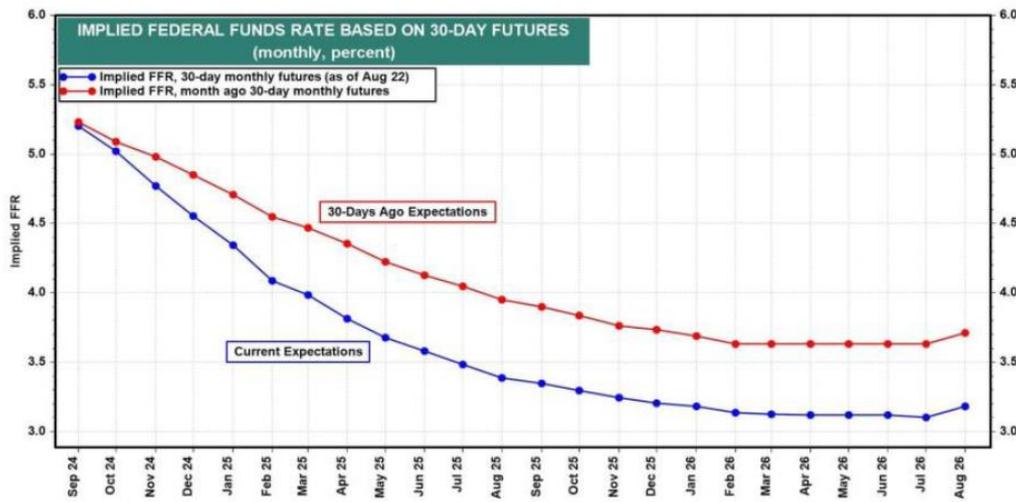
El Sr. Powell lo ha entendido claramente, e incluso lo dijo de forma bastante explícita en su discurso en la reunión anual de verano en Jackson Hole. Confirmó que "ha llegado el momento de ajustar la política monetaria" de la institución que preside, pero no dio un calendario preciso. Por tanto, podemos esperar que la FED empiece a recortar los tipos en su próxima reunión del 18 de septiembre, pero la dependencia de los datos sigue siendo un problema para posibles medidas futuras. La especulación de los inversores apunta incluso a un posible recorte de 50 puntos básicos en esta reunión, lo que podría significar que el banco central ha tardado demasiado en actuar y va por detrás de la curva. Mientras que en otoño de 2023 el consenso era de siete recortes de tipos en 2024, en junio de este año se había reducido a dos. En el momento de escribir estas líneas, el mercado espera cuatro recortes de tipos de aquí a finales de diciembre, pero como ya habrán deducido, esto podría cambiar en función de las futuras estadísticas económicas.

El BCE, que recortó su tipo de interés oficial por primera vez en junio, debería lógicamente repetir la operación en su próxima reunión del 12 de septiembre.



Al menos eso es lo que sugieren las últimas estadísticas, y eso es precisamente lo que hizo el Riskbank sueco al bajar los tipos del 3,75% al 3,50% en agosto.

El BNS, que ya ha intervenido dos veces desde principios de año, podría efectuar pronto su tercera bajada de tipos. Uno de los únicos bancos centrales que ha adoptado una política monetaria restrictiva es el BoJ, cuyo país se encuentra en un ciclo económico diferente, como ya se ha mencionado.



Source: LSEG Datastream and © Yardeni Research.

Como habrán deducido, en los países occidentales se está produciendo un "soft landing". El mayor reto para los bancos centrales será gestionar esta ralentización, evitando al mismo tiempo que sea demasiado profunda y desencadene una recesión ("hard landing").

¿El hecho de que la mayoría de los índices bursátiles coticen en máximos históricos implica que los inversores están siendo demasiado complacientes? En cualquier caso, los niveles de valoración actuales (principalmente en los sectores de crecimiento) nos parecen esperar la "perfección", es decir, que no haya sorpresas desagradables. Esto se debe en parte a los buenos resultados del segundo trimestre publicados por la mayoría de las empresas. El equilibrio actual del mercado podría verse cuestionado por las futuras estadísticas económicas.

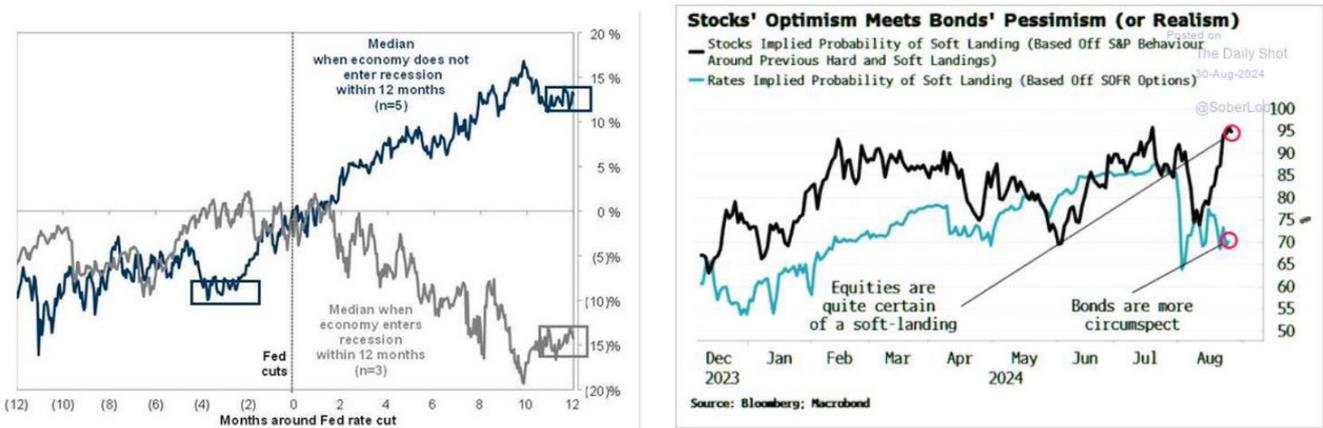
La gran mayoría de los inversores están encantados con las próximas bajadas de tipos porque darán un respiro a las empresas y los hogares con altos niveles de endeudamiento. Por tanto, los recortes de los tipos de interés tienden a apoyar a los mercados de renta variable, pero si no consiguen evitar una recesión, parece probable una corrección de los índices. Los niveles actuales de los diferenciales de crédito tienden a tranquilizarnos sobre la posibilidad de evitar una recesión. En efecto, el diferencial entre los bonos de alto rendimiento y la deuda pública ronda los 400 puntos básicos, mientras que en el pasado, cuando se avecinaba una recesión, los diferenciales rondaban los 800 puntos básicos.

Por tanto, no vemos motivos para que cunda el pánico, pero seguimos atentos a la evolución macroeconómica. Las elecciones presidenciales estadounidenses se acercan y podrían traer su cuota de "sketches", lo que podría poner aún más nerviosos a los inversores.

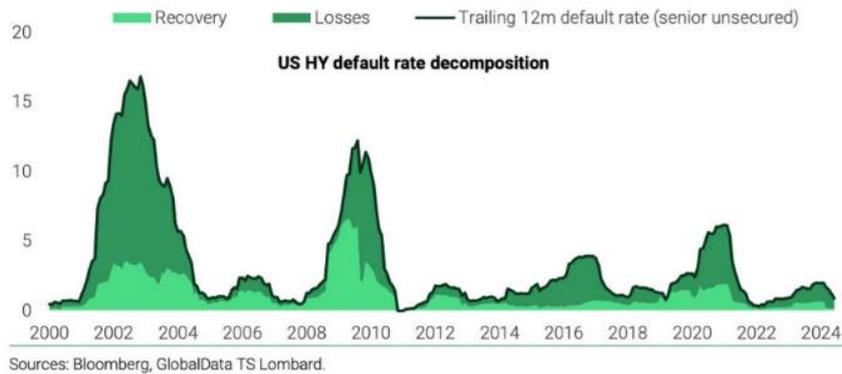
Le deseamos un buen final de verano.



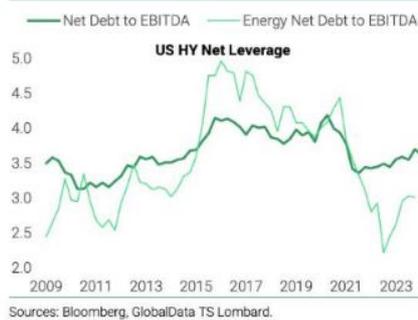
Gráficos de bonificación :



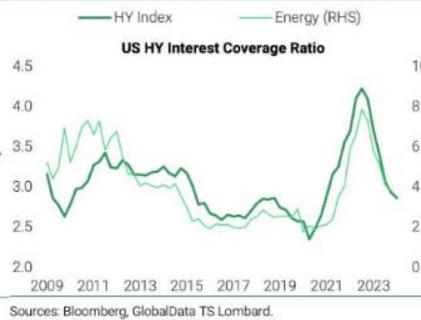
HY defaults are low relative to previous default cycles



Leverage is well below the 10y range



Interest coverage is lower but not worryingly so



Aviso legal:

Estos documentos están destinados exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que hayan firmado un mandato de gestión y hayan expresado su deseo de recibir dicha información y documentos (como análisis financieros, notas de investigación, informes de mercado y comentarios y/o fichas informativas). Estos documentos no podrán ser comunicados a terceros. La información y las opiniones (incluidas las posiciones) que contienen tienen únicamente fines informativos y no pueden considerarse como una solicitud, oferta o recomendación para vender o comprar valores, para influir en una transacción o para entablar cualquier relación contractual. En particular, ninguna información, documento u opinión (incluidos los posicionamientos) indicados en este sitio web en relación con servicios o productos puede constituir o considerarse una oferta o solicitud de venta o compra de valores o de cualquier otro instrumento financiero en cualquier jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud esté prohibida por la ley o en la que la persona que realiza la oferta o solicitud no posea una licencia o autorización reglamentaria para hacerlo o en la que cualquier oferta o solicitud contravenga la normativa local. Cualquier oferta o solicitud prohibida se considerará nula y sin efecto, y Weisshorn Asset Management hará caso omiso de cualquier comunicación recibida en este sentido. Las rentabilidades pasadas no deben tomarse como indicación o garantía de rentabilidades actuales o futuras, y no se ofrece ninguna declaración o garantía, expresa o implícita, sobre rentabilidades futuras. Se aconseja a los clientes que busquen asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y los riesgos asociados a cualquier operación financiera antes de comprometerse con cualquier inversión o transacción.