



Octubre 2023

Monthly Macro Insights



Marc-Antoine Collard
Economista Jefe,
Director de Estudios Económicos
Rothschild & Co Asset Management

La mayoría de los inversores sigue creyendo en la resiliencia de la economía mundial pese al endurecimiento más brutal de las políticas monetarias de los últimos cuarenta años. Sin embargo, no solo los efectos de este último son cada vez más acusados en la actividad económica, sino que la subida de los precios del petróleo y de los tipos de renta fija es motivo de nuevas preocupaciones en cuanto a la materialización del escenario «ideal».

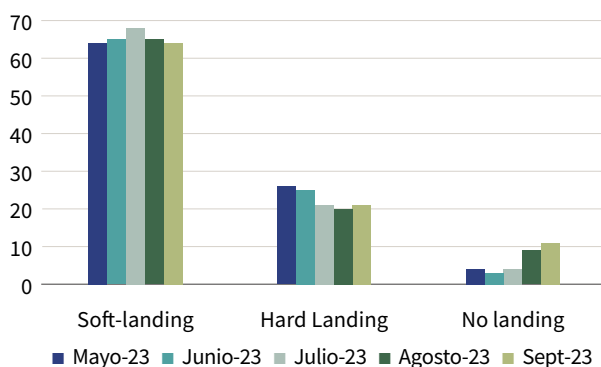
Persisten las divergencias regionales

La economía mundial sorprendió con datos al alza durante los primeros meses de 2023 respaldada por la caída de los precios de la energía, por importantes medidas de estimulación presupuestaria y por la decisión de China de abandonar su política de COVID cero. De esta forma, esta situación pudo dar la impresión a los inversores de que la política monetaria quizás no sería una herramienta tan efectiva para enfriar la actividad económica. Y, efectivamente, los discursos dominados por la idea de que el

endurecimiento monetario produciría de forma inevitable una recesión para frenar la inflación acabaron disipándose en gran medida. No obstante, la resiliencia del crecimiento mundial parece haber sido tan solo pasajera.

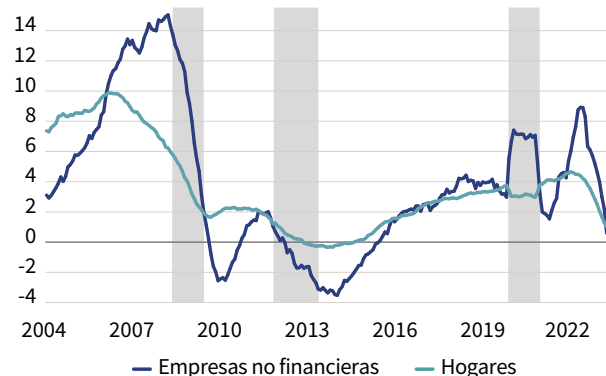
En la zona del euro, el crecimiento se estancó a nivel mundial a partir del segundo trimestre de 2022, un reflejo de los efectos retardados de la inflación en los ingresos y de la importancia relativa de la financiación bancaria en numerosas economías. En efecto, el BCE subió sus tipos de interés por décima vez

Mundo – Global Fund Manager Survey en %, escenario mundial



Fuentes: Bank of America, Rothschild & Co Asset Management, octubre de 2023

Zona del euro – Créditos al sector privado en %, a/a



Fuentes: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, octubre de 2023.

consecutiva en septiembre, para alcanzar el nivel más alto de estos desde la introducción del euro. Como consecuencia, se produjo una ralentización considerable de la dinámica del crédito, con una reducción al 0,6 % interanual (a/a) de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado en agosto, lo cual corresponde al ritmo más lento desde 2015⁽¹⁾. Según el índice de confianza de las empresas S&P Global, el PIB de la zona del euro podría reducirse un 0,4 % intertrimestral (t/t) en el tercer trimestre de 2023 si las correlaciones históricas se confirman, mientras que, por el contrario, los inversores esperan un ligero aumento.

Tras una votación muy reñida (5-4), el Banco de Inglaterra (BoE) decidió mantener su política monetaria sin cambios en septiembre, poniendo fin a una serie de catorce subidas de tipos consecutivas, mientras que la lectura de los datos macroeconómicos durante los últimos meses resultó ser compleja. Por un lado, el crecimiento de los salarios sigue siendo incompatible con un rápido regreso de la inflación al objetivo, lo que aboga por una continuación del endurecimiento monetario. Por otro lado, el PIB sorprendió con una caída en julio (-0,5 % intermensual), la tasa de desempleo aumentó en agosto y la inflación subyacente (salvo los sectores de la alimentación y energético) sorprendió también con una caída pasando del 6,9 % al 6,2 %⁽²⁾. No obstante, cabe señalar que esta caída se debió en gran medida a las caídas de los costes —a menudo, erráticas— de las pernoctaciones y de los billetes de avión. Asimismo, la última encuesta de confianza empresarial señala que el subíndice de la producción cayó al ritmo más elevado desde marzo de 2009, salvo los periodos de confinamiento. En términos generales, el BoE ve signos evidentes del impacto de una política monetaria más

restrictiva en el mercado laboral y en la actividad, motivo por el cual decidió hacer una pausa, a pesar de que está muy claro que sigue habiendo margen para una nueva subida, si fuese necesario.

Por su parte, el crecimiento en China perdió fuerza cuando el impulso inicial de la reapertura a principios de año se desvaneció rápidamente. Por el contrario, los datos del mes de agosto sugieren una interrupción del deterioro de la actividad. El crecimiento de la producción industrial se aceleró un 4,5 % interanual frente al 3,7 % de julio, siendo las ventas al por menor las que arrojaron un resultado más sorprendente, al alcanzar un 4,6 % interanual frente al 3 % esperado⁽³⁾. Aunque el optimismo en cuanto a la eficacia de las medidas tomadas por las autoridades para estimular la economía va instaurándose poco a poco, siguen existiendo algunas dificultades, en especial aquellas asociadas a los problemas estructurales del sector inmobiliario, que siguen pesando en la demanda interna.

Por el contrario, la economía estadounidense dio muestras de una resiliencia asombrosa, impulsada por el gasto de los hogares mediante la reducción del excedente de ahorro acumulado durante la pandemia. Además, la política presupuestaria desempeñó un papel primordial. Tras el pico de gastos en 2020 y 2021 para luchar contra el impacto de la pandemia, el déficit federal se redujo hasta cifras récord en 2022, pasando de casi 3 billones de dólares a aproximadamente 1 billón de dólares⁽⁴⁾. No obstante, en lugar de seguir reduciéndose para volver a situarse en los niveles previos a la pandemia, algunos anticipan una duplicación del déficit, que por tanto debería llegar a unos 2 billones de dólares para el año en curso.

China – Inversión inmobiliaria

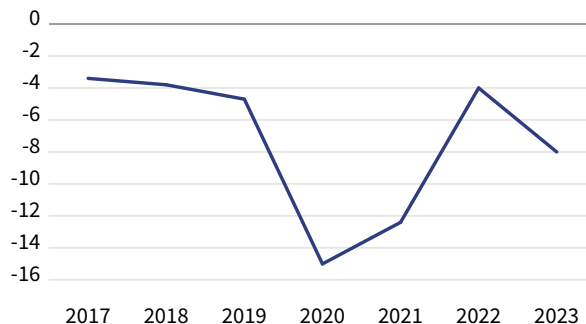
en %, a/a, YTD



Fuentes: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, octubre de 2023.

EE. UU. – Saldo presupuestario

en % del PIB



Fuentes: Committee for Responsible Federal Budget, Rothschild & Co Asset Management, octubre de 2023.

(1) Fuente: Eurostats, octubre de 2023.

(2) Fuente: Bank of England, octubre de 2023.

(3) National Bureau of Statistics of China, octubre de 2023.

(4) Tax policy Center, octubre de 2023

A un nivel más alto durante más tiempo

Si bien la inflación total se ha reducido a la mitad respecto a los picos alcanzados en 2022 en la mayoría de las economías avanzadas del G20, este ajuste se debe principalmente a los efectos de base de los precios de las materias primas. En efecto, la inflación subyacente aún no se ha reducido de manera decisiva, frenada por las presiones sobre los costes y por los elevados márgenes en algunos sectores. En este contexto, los bancos centrales llevan meses insistiendo en que la política monetaria seguirá siendo estricta durante un cierto tiempo. Hasta hace muy poco, los inversores han hecho oídos sordos, pero la reciente subida de los tipos soberanos sugiere que, esta vez, sí se ha captado el mensaje.

Además, la subida de los precios de las materias primas podría dar un nuevo impulso a la inflación total. Los mercados de la energía se mantienen tensos, mientras que el nivel de existencias es históricamente bajo y el riesgo de perturbaciones del abastecimiento sigue siendo alto. Por su parte, los precios de los productos alimenticios se verán determinados por el impacto que tenga el fenómeno climático El Niño en determinados cultivos y en la imposición de nuevas restricciones a la exportación. La guerra de Ucrania sigue siendo susceptible de generar nuevas presiones sobre los precios de varias materias primas.

De esta forma, la subida de los tipos también puede atribuirse a los riesgos asociados a las finanzas públicas. El aumento de la deuda pública ha supuesto un fenómeno mundial, al haber pasado el importe bruto de la deuda pública media de las economías del G7 del 76 % al 131 % del PIB durante los últimos 23 años⁽⁵⁾, un récord histórico. No obstante, la mayoría de los Gobiernos se ha esforzado por restablecer un cierto margen de maniobra, pero la sucesión de

crisis —la crisis financiera mundial, la crisis de la deuda en la zona euro, la pandemia de COVID-19 y el shock energético generado por la invasión de Ucrania por parte de Rusia— sumada al aumento de las presiones presupuestarias vinculadas al gasto adicional para la transición climática, el envejecimiento de la población y la defensa, han dificultado esta tarea.

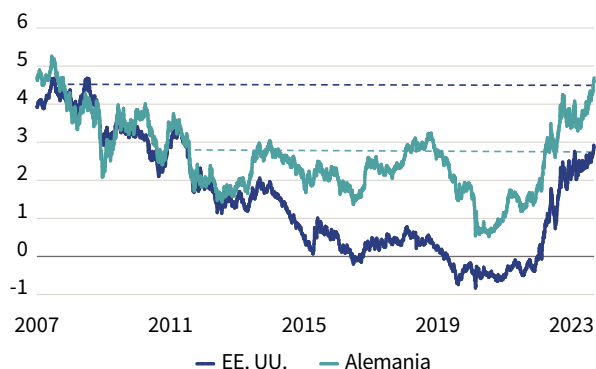
Ahora bien, durante la última década, la carga de intereses se redujo a pesar del auge del nivel de la deuda pública, gracias a la reducción de los tipos soberanos y a un bajo nivel de inflación. No obstante, estas dos dinámicas se invirtieron repentinamente durante el año pasado y ahora el peso del servicio de la deuda está aumentando rápidamente, de manera que la deuda de bajo rendimiento está llegando a su vencimiento y está siendo reemplazada por nuevas emisiones de rendimiento más elevado. Por tanto, parece inevitable dedicar esfuerzos a restablecer márgenes de maniobra presupuestarios y a poner en marcha planes financieros creíbles con el fin de garantizar la sostenibilidad de la deuda y tranquilizar a los inversores.

Por consiguiente, de ahí se desprende que la divergencia de la *policy mix*⁽⁶⁾ —combinación de políticas monetarias estrictas, pero políticas presupuestarias flexibles— llega a su fin y que los efectos de la generosidad presupuestaria sobre la economía pronto desaparecerán. Aunque los plazos de transmisión de la política monetaria se hayan ampliado, algunos inversores corren el riesgo de encontrarse desprevenidos cuando el impacto del endurecimiento monetario sea plenamente visible.

Terminado de redactar el 6 de octubre de 2023

Mundo – Tipos de interés soberanos

en %, 10 años



Fuentes: Macrobond, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, octubre de 2023.

EE. UU. – Inflación de servicios salvo vivienda

en % core PCE



Fuentes: Macrobond, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, octubre de 2023.

(5) Office for National Statistics, octubre de 2023.

(6) Intersección entre la política monetaria y la política presupuestaria de un Estado.

Rendimientos de los índices y niveles de los tipos de interés

	Cotización al 30/09/2023	Variación durante 1 mes	Variación en 2023
Mercados de renta variable			
CAC 40	7 135	-2,5%	10,2%
Euro Stoxx 50	4 175	-2,8%	10,0%
S&P 500	4 288	-4,9%	12,3%
Nikkei 225	31 858	-2,3%	22,1%
Divisas			
EUR/USD	1,06	-2,5%	-1,2%
EUR/JPY	157,93	0,1%	12,5%

Tipos de interés	Nivel al 30/09/2023	Variación en pb ⁽¹⁾ durante 1 mes	Variación en 2023 en pb ⁽¹⁾
3 meses			
Eurozone	3,81%	17	205
United States	5,45%	1	110
10 años			
Eurozone	2,84%	37	27
United States	4,57%	46	70

(1) Puntos básicos.

Fuente: Bloomberg, datos al 30/09/2023 Rendimientos expresados en moneda local.

Los números citados corresponden a años o meses pasados; la rentabilidad pasada no constituye un indicador fiable de la rentabilidad futura. Las rentabilidades de los índices se calculan netas de dividendos no reinvertidos.

Disclaimer

La información, los comentarios y los análisis contenidos en este documento se facilitan únicamente a título informativo y no deben considerarse como asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento fiscal, una recomendación o un consejo de inversión de Rothschild & Co Asset Management. La información/opiniones/datos contenidos en este documento, considerados legítimos y correctos el día de su publicación, de acuerdo con el entorno económico y financiero vigente en esa fecha, pueden cambiar en cualquier momento. Este análisis sólo es válido en el momento de su redacción.

Aunque este documento ha sido elaborado con el máximo cuidado a partir de fuentes consideradas fiables por Rothschild & Co Asset Management, no ofrece ninguna garantía en cuanto a la exactitud o exhaustividad de la información y las valoraciones que contiene, que tienen carácter meramente informativo y están sujetas a cambios sin previo aviso. Rothschild & Co Asset Management no ha verificado de forma independiente la información contenida en este documento y, por tanto, no asume responsabilidad alguna por los errores u omisiones, ni por la interpretación de la información aquí contenida. Toda esta información se ha elaborado sobre la base de datos contables y de mercado. No todos los datos contables han sido auditados por un auditor legal.

Queda prohibida la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa de Rothschild & Co Asset Management, bajo pena de acciones legales.

Rothschild & Co Asset Management Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

Contactos

FRANCIA

París

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

SUIZA

Ginebra

Equitas SA
Rue de la Corrairie 6
1204 Geneva
+41 22 818 59 00

ALEMANIA - AUSTRIA

Francoforte

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

BÉLGICA - HOLANDA - LUXEMBURGO

Bruselas

Avenue Louise 166
1050 Bruxelles
+32 2 627 77 30

ITALIA

Milán

Via Santa Radegonda 8
Milano 20121
+39 02 7244 31

ESPAÑA

Madrid

Paseo de la Castellana 40 bis
Madrid 28 046
+34 91 053 70 43



Síguenos en
LinkedIn 

En nuestro sitio web
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management