Rothschild & Co
Asset Management

Noviembre 2023

Monthly Macro Insights

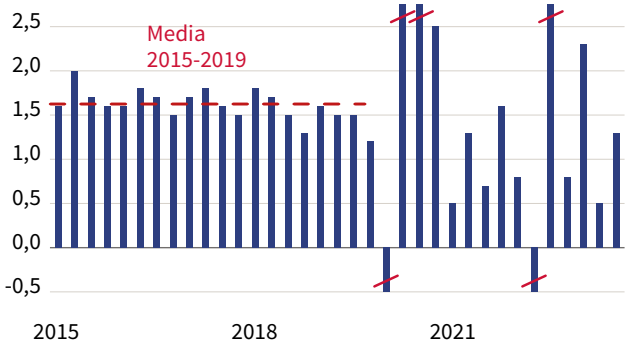
Marc-Antoine Collard
Economista Jefe,
Director de Estudios Económicos
Rothschild & Co Asset Management

Los últimos meses han vuelto a estar marcados por un deterioro de la confianza de los consumidores, acompañada de un deterioro de la confianza empresarial en numerosos países. Sin embargo, la mayoría de los inversores sigue siendo optimista, previendo una economía mundial resiliente a medida que el endurecimiento monetario llega a su fin.

Más divergencias en el tercer trimestre...

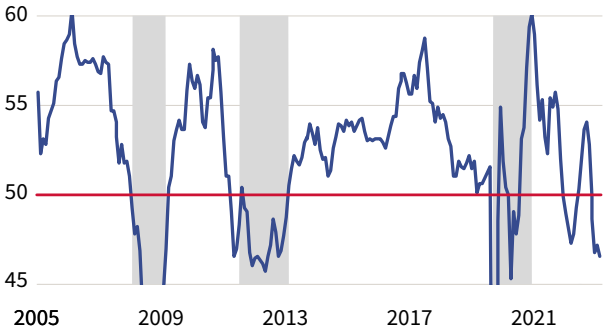
En China, el PIB creció un 1,3 % intertrimestral, lo que supone una mejora respecto al ritmo muy debilitado del 0,5 % en el segundo trimestre[1]. Sin embargo, este ritmo sigue siendo muy inferior a su media anterior a la pandemia, y el bajo nivel de inflación, que ha rondado el 0 % en los últimos meses, sugiere que la demanda interna es muy frágil. Las autoridades chinas decidieron recientemente emitir nuevos bonos por valor de 1 billón de yuanes[2] para financiar determinados proyectos de infraestructuras en particular y estimular así la actividad. De hecho, el PMI no manufacturero cayó a 50,6 puntos en octubre[3], alcanzando el nivel más bajo desde que el Gobierno puso fin el año pasado a su política de COVID cero. En el sector manufacturero, el PMI bajó a 49,5 puntos[4] y cayeron tanto el subíndice de precios de producción como el subíndice de insumos, lo que avivó el debate sobre los riesgos deflacionistas. En conjunto, la debilidad de las estadísticas sugiere que el frágil impulso de la economía continuó en el cuarto trimestre, y que es probable que sean necesarios nuevos estímulos presupuestarios y una expansión monetaria.

China – PIB
en %, t/t



Fuentes: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023.

Zona euro – Confianza empresarial
S&P Global Composite



Fuentes: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023.

(1) Fuente: Bloomberg, 31/10/2023.
(2) Fuente: Agencia Xinhua, octubre de 2023.
(3) Índice de gestores de compras, indicador que refleja la confianza de los gestores de compras en un sector de actividad. Por encima de 50, indica una expansión de la actividad; por debajo de 50, una contracción.
(4) Fuente: National Bureau of Statistics of China (Oficina Nacional de Estadísticas de China), octubre de 2023.

Aunque la actividad económica no está en caída libre, el PIB de la zona euro se contrajo un -0,1 % intertrimestral[5] en un contexto de tipos de interés persistentemente altos, baja demanda exterior y efectos persistentes de la crisis de los precios de la energía. El crecimiento en Francia (0,1 %), España (0,3 %) y Bélgica (0,5 %) se vio compensado por la caída de la actividad en Irlanda (-1,8 %), Austria (-0,6 %), Portugal (-0,2 %) y Alemania (-0,1 %), mientras que el crecimiento italiano se estancó tras la fuerte contracción observada en el segundo trimestre.

... pero la rentabilidad superior de EE. UU. se pondrá a prueba

Por el contrario, el PIB estadounidense creció un 1,2 % intertrimestral —o un 4,9 % intertrimestral anualizado[6]—, su ritmo más rápido desde 2021. La inversión empresarial cayó por primera vez en dos años debido a un descenso de los gastos de capital, al igual que las exportaciones netas. Sin embargo, la demanda de los hogares se mantuvo sorprendentemente resiliente. Por otra parte, las existencias de las empresas y el gasto público también prestaron una contribución positiva considerable al crecimiento.

Sin embargo, esta rentabilidad superior de EE. UU. se debe en gran medida a factores temporales. En primer lugar, la contribución del gasto público en los últimos trimestres ha sido dos veces superior a su media anterior a la pandemia. Además, hasta hace poco, el déficit presupuestario se duplicó, lo que también contribuyó a sostener el crecimiento estadounidense. Sin embargo, es probable que el acuerdo sobre el techo de la deuda adoptado a principios de año, junto con el próximo presupuesto que se está debatiendo actualmente en el Congreso, inviertan la tendencia reciente de la contribución del gasto público al PIB.

En segundo lugar, la inversión en inmuebles residenciales contribuyó ligeramente de forma positiva al crecimiento, tras haber disminuido en los nueve trimestres anteriores. Con los tipos de interés de los préstamos hipotecarios disparados a su nivel más alto en casi 25 años[7], es muy probable que el sector vuelva a convertirse en un lastre para el crecimiento.

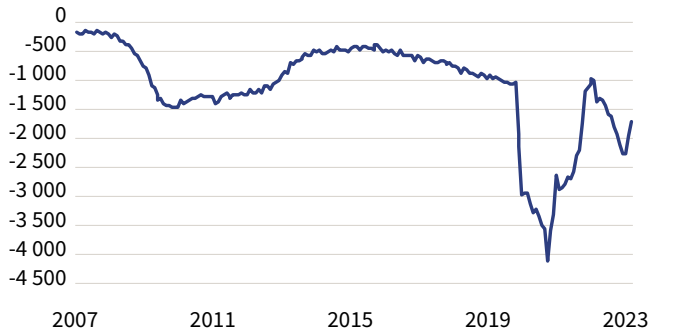
Por último, los estadounidenses han seguido recurriendo a sus ahorros para financiar su consumo actual, con lo que la tasa de ahorro ha bajado del 5,2 % al 3,8 %7, una tendencia que es insostenible. El buen nivel del gasto de los consumidores se debió también a acontecimientos como las giras de Taylor Swift y Beyoncé, y las películas de *Barbie* y *Oppenheimer*, que impulsaron temporalmente el gasto en ocio. Sin embargo, el aumento de los costes de los préstamos, el endurecimiento de las condiciones para la concesión de crédito y la reanudación de los pagos de los préstamos estudiantiles pondrán a prueba la resiliencia de los consumidores.

La subida de los tipos de interés soberanos preocupa a los bancos centrales...

La reciente subida de los tipos de interés soberanos en todo el mundo se explica en parte por la estrategia conocida como «*higher for longer*» (aplicar unos tipos de interés más altos durante más tiempo) de los bancos centrales, que llevan meses insistiendo en la necesidad de mantener una política monetaria restrictiva a largo plazo. También puede explicarse por los riesgos asociados a las finanzas públicas y a la sostenibilidad de la deuda, ya que se prevé que los pagos de intereses aumenten considerablemente. Además, la volatilidad de la inflación podría aumentar en los próximos años, debido sobre todo a los efectos de la lucha contra el calentamiento global. En definitiva, los inversores parecen exigir ahora primas a plazo más elevadas.

Esta tendencia está teniendo varias repercusiones, sobre todo en EE. UU. En efecto, la rentabilidad del Tesoro estadounidense se utiliza como referencia para determinar el coste del

EE. UU. – Saldo presupuestario
en miles de millones USD



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

EE. UU. – Tipos de interés
en %, hipotecas

Fuentes: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023.

(5) Fuente: Eurostat, octubre de 2023.
(6) Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis (Oficina de Análisis Económico de EE. UU.), octubre de 2023.
(7)Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis (Oficina de Análisis Económico de EE. UU.), octubre de 2023.

endeudamiento de toda una serie de préstamos a hogares, empresas y gobiernos. Influye en los tipos de los créditos hipotecarios y en el funcionamiento del mercado inmobiliario. También repercute en la estabilidad de las instituciones financieras y del sistema en su conjunto, en la medida en que sus movimientos afectan a los mercados financieros y las economías de otros países.

La Reserva Federal reconoce que el tipo de interés director actual podría no ser lo suficientemente restrictivo como para que la inflación vuelva a situarse en el objetivo, sobre todo teniendo en cuenta que la sorprendente subida del índice de costes laborales, el aumento de las ofertas de empleo y la subida de los precios del sector inmobiliario son factores que probablemente alimentarán las presiones inflacionistas. Dicho esto, aunque dejó la puerta abierta a una subida del tipo de interés director, el presidente de la Fed, Jerome Powell, ha dio a entender que el endurecimiento de las condiciones financieras en general, y la subida de los tipos soberanos en particular, pesarán sobre la actividad económica y, por tanto, reducirán considerablemente la necesidad de endurecer más la política monetaria. Como consecuencia, la rentabilidad de los valores de renta fija cayó y los mercados de renta variable subieron, reflejando el optimismo de los inversores ante la posibilidad de que la Reserva Federal adoptara una política monetaria menos restrictiva, lo que a su vez relajó las condiciones financieras.

Sin embargo, para que tenga efectos sobre el crecimiento y, en última instancia, sobre la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras debe mantenerse durante algún tiempo. Paradójicamente, el movimiento de los mercados tras el discurso de Powell podría obligar a la Fed a retomar su campaña de subidas de tipos en un momento en el que la batalla contra la inflación está lejos de haber terminado.

...pero la inflación requiere una vigilancia constante

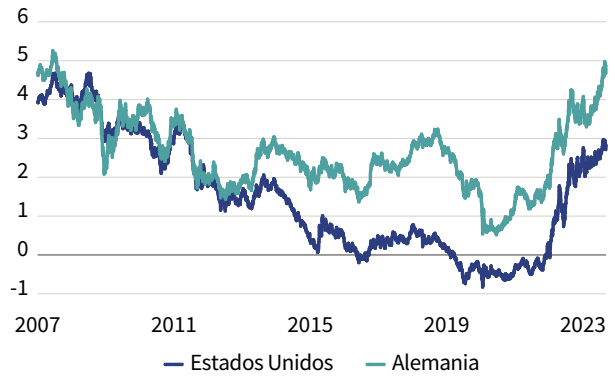
La mayoría de los países ha registrado un descenso sostenido de la inflación, y las previsiones del consenso sugieren que debería ser fácil alcanzar los objetivos de inflación.

Gran parte de la desinflación se debe a la caída de los precios de las materias primas hacia finales de 2022, sobre todo de la energía, y a la considerable mejora de las cadenas de suministro. La inflación subyacente, en cambio, fue más persistente, mientras que la de los servicios tendió a bajar solo gradualmente.

Además, la evolución de los precios de las materias primas sigue siendo muy incierta. Las crecientes tensiones geopolíticas desde el inicio de la crisis de Oriente Medio recuerdan a los inversores lo frágil que puede ser el proceso de desinflación. La posibilidad de una escalada regional plantea importantes riesgos al alza nada desdeñables para los precios de la energía y, en general, de las materias primas. Además, los fenómenos meteorológicos extremos, como El Niño[8], representan un factor de riesgo adicional, sobre todo para los precios de los alimentos. Aunque los bancos centrales suelen ignorar las perturbaciones de los precios de las materias primas, esta vez deberían extremar la cautela en un contexto en el que la inflación ha sido demasiado elevada durante demasiado tiempo, lo que aumenta el riesgo de que se desaten las previsiones de inflación.

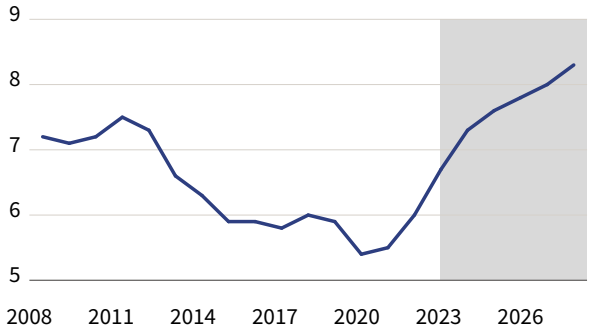
Terminado de redactar el 3 de noviembre de 2023

Mundo – Tipos de interés soberanos
en %, 10 años



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

Economías avanzadas – Pago de intereses
en % de los ingresos públicos



Fuentes: FMI, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023.

(8) El Niño es el resultado de una perturbación atmosférica en el océano Pacífico, entre las costas de Perú y Oceanía. Aparece cada dos a siete años como reacción a la acumulación de exceso de calor en las aguas de los trópicos y dura de siete a doce meses.

Rendimientos de los índices y niveles de los tipos de interés

	Cotización al 31/10/2023	Variación durante 1 mes	Variación en 2023
Mercados de renta variable			
CAC 40	6 886	-3,5%	6,4%
Euro Stoxx 50	4 061	-2,7%	7,0%
S&P 500	4 194	-2,2%	9,8%
Nikkei 225	30 859	-3,1%	18,3%
Divisas			
EUR/USD	1,06	0,0%	-1,1%
EUR/JPY	160,41	1,6%	14,2%

Tipos de interés	Nivel al 31/10/2023	Variación en pb[(1)] durante 1 mes	Variación en 2023 en pb[(1)]
3 meses			
Eurozone	3,80%	-2	204
United States	5,46%	2	112
10 años			
Eurozone	2,81%	-3	24
United States	4,93%	36	106

(1) Puntos básicos.

Fuente: Bloomberg, datos al 31/10/2023 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 Corraterie 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

Passaggio Centrale, 3
Milano 20123
+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