

FFG

FORUM FINANCE

1994



## PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN EN 2023

JULIO DE 2023



# ÍNDICE

---

<b>RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES</b>	<b>1</b>
<b>MEDIO AÑO 2023 : REPASO DE NUESTROS TEMAS DE INVERSIÓN</b>	<b>2</b>
<b>PRIMER SEMESTRE 2023 : ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS</b>	<b>4</b>
<b>PRIMERA MITAD DE 2023 : LOS MERCADOS FINANCIEROS</b>	<b>8</b>
RENDA FIJA	8
DEUDA DE LOS MERCADOS EMERGENTES (EMD)	10
RENDA VARIABLE	10
MATERIAS PRIMAS – PETRÓLEO Y METALES INDUSTRIALES	12
MATERIAS PRIMAS – ORO	12
DIVISAS	13
FONDOS ALTERNATIVOS	13
<b>PREVISION PARA EL 2º SEMESTRE DE 2023 : PERSPECTIVAS ECONÓMICAS</b>	<b>15</b>
<b>PERSPECTIVAS DE LAS CLASES DE ACTIVOS – 2º SEMESTRE DE 2023</b>	<b>18</b>
PRINCIPALES CLASES DE ACTIVO	18
RENDA FIJA	18
RENDA VARIABLE	19
MATERIAS PRIMAS – ORO	22
FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)	22
DIVISAS	23
<b>2º SEMESTRE DE 2023 : IMPLICACIONES DE INVERSIÓN – ASIGNACIÓN DE ACTIVOS EN JULIO</b>	<b>24</b>
EFFECTIVO	24
RENDA FIJA	24
RENDA VARIABLE – INFRA PONDERACIÓN CONFIRMADA	25
MATERIAS PRIMAS – ORO : RECORTE HASTA POSICIÓN NEUTRAL	26
FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS) : MANTENEMOS SOBRE PONDERACIÓN	27
DIVISAS	27
<b>TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS – EURO – JULIO DE 2023</b>	<b>28</b>

## RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES

---

### Los activos arriesgados prosperaron

Tras un duro 2022 para los activos tradicionales de renta fija y variable afectados por el vertiginoso ritmo y la magnitud de las subidas de los tipos de interés encabezadas por los bancos centrales de Estados Unidos (Fed) y Europa (BCE), la primera mitad de 2023 les supuso un alivio gracias a la fuerte rentabilidad de los activos financieros pese a una actividad económica poco inspiradora, especialmente en Alemania y China. Los bonos del Estado y los bonos con grado de inversión empezaron el año con resultados razonables, mientras que las materias primas sufrieron debido a las preocupaciones por el crecimiento económico. Los principales índices de renta variable en Estados Unidos, Europa y Japón arrojaron fuertes resultados, pero las diferencias en los resultados entre sectores y acciones fueron especialmente notables. La dispersión en los mercados de renta variable se acentuó durante el segundo trimestre. Después de haber presentado excelentes resultados corporativos, el derrumbe de algunos bancos en febrero y marzo puso en evidencia el daño que puede hacer una rápida sucesión de subida de tipos a los balances corporativos.

### Un mercado de renta variable monopolizado por un par de acciones

Las carteras concentradas que estaban principalmente expuestas a las acciones tecnológicas se vieron recompensadas. Las ganancias de este año se deben a tan solo un puñado de acciones tecnológicas pese a los tipos más altos. Es más, las siete empresas más grandes del S&P 500, todas empresas tecnológicas, han subido una media del 86% en lo que va de año. Entretanto, las otras 493 empresas del S&P 500 apenas han variado en su conjunto. En Europa, a las grandes empresas tecnológicas ASML y SAP, se han unido LVMH y L'Oreal como mayores contribuyentes al repunte del mercado y representan más del 40% del rendimiento del índice.

### Crecimiento estadounidense resistente pero Alemania en recesión

A principios de junio, el Banco Mundial revisó su previsión para el crecimiento estadounidense para 2023, del 0,5% previsto en enero al 1,1%, mientras que se espera que el crecimiento de China suba al 5,6%, en lugar del 4,3% en enero. El modesto repunte de la actividad china beneficiará principalmente a los sectores de su propio país, especialmente los de servicios, con beneficios limitados para otras economías avanzadas. Se prevé ahora un crecimiento del PIB en la zona euro del 1,1% y del 1,6% para 2023 y 2024 respectivamente. El cambio positivo clave que sustenta esta revisión es la bajada de los precios energéticos y el progresivo despeje de los atascos en las cadenas de suministro.

### La Fed y el BCE siguen en modo beligerante

La persistencia de la inflación subyacente ha resultado ser un riesgo importante, dado que podría derivar en un mayor endurecimiento monetario. No obstante, la bajada de los precios energéticos ha reducido la inflación general, lo que ha beneficiado a la demanda y los mercados financieros.

La Reserva Federal optó por no variar los tipos en junio, pero la mayor parte de sus miembros coincidieron en que hará falta al menos otra subida de 25 puntos básicos antes de final de año.

En junio, el Banco Central Europeo (BCE) subió su tipo de facilidad de depósito 25 puntos básicos hasta el 3,5% y ha dejado claro que debemos estar preparados para más subidas en la siguiente reunión de julio, mientras que el Banco de Japón sigue mostrándose conciliador y seguirá ayudando a la frágil recuperación económica pese a una inflación más fuerte de lo previsto.

### Las materias primas se vuelven a debilitar

El índice de materias primas arrojó resultados negativos en el primer y segundo trimestre, proclamándose la peor clase de activos en nuestro universo de inversión con un -4,99% y un -2,48% respectivamente. Esto se debe a que los precios energéticos cayeron debido a la desaceleración del crecimiento global y por una demanda inferior gracias a un clima más agradable. Además la rápida expansión de las capacidades de GNL mitigó las presiones sobre el mercado del gas natural. Los precios de los metales básicos cedieron ante una demanda global más débil y, en especial, un repunte de la demanda más lento de lo previsto en China. Además, el suministro de metal ha aumentado la presión sobre los precios. En cuanto a los metales preciosos, el oro aportó resultados positivos (+5,23% en la primera mitad del año).

### Escasas acciones en modo *risk-on*

Nuestra asignación defensiva mantenida durante el primer semestre favoreció las inversiones alternativas, como los *hedge funds*, por su capacidad de aprovechar las oportunidades durante períodos de alta volatilidad y limitar las pérdidas, o el oro, que ofrece resultados razonables durante períodos de tensión e inflación. Mantenemos nuestra asignación relativamente defensiva con una preferencia por las inversiones alternativas en lugar de la renta variable. Nuestra asignación sigue estando bien diversificada, lo que debería beneficiarse de cierta reversión a la media inevitable o proporcionar cierta protección si los mercados empeoraran.

## MEDIO AÑO 2023 : REPASO DE NUESTROS TEMAS DE INVERSIÓN

---

### Nuestra postura demasiado defensiva redujo la obtención de beneficios a corto plazo

Últimamente nuestro escenario central ha sido demasiado precavido frente al crecimiento global, dado que pensamos que el ciclo de subidas de los tipos de los bancos centrales ralentizaría significativamente las economías desarrolladas con el riesgo de caer en una profunda recesión si no se contuviera la inflación.

Al contrario que el año pasado, cuando se recompensaban las características defensivas por ayudar a mitigar el impacto dañino del rápido ciclo de subidas encabezado por los principales bancos centrales frente a la subida de la inflación sobre las clases de activos tradicionales, como la renta fija y la variable, este año el mercado estaba en modo *risk-on*, es decir, a favor de asumir riesgos, sobre todo durante el segundo trimestre, con una disparidad de resultados enorme.

De mejor a peor: el índice de empresas tecnológicas Nasdaq registró el mejor semestre de los últimos 40 años; el índice estadounidense de empresas de altas capitalizaciones (*large cap*) terminó 1.500 puntos básicos por delante del índice de bonos US Aggregate Bond durante la primera mitad del año, su cuarto mejor resultado desde 1990 y por último, las materias primas según el Índice S&P GSCI fueron la peor clase de activos durante el segundo trimestre en lo que va de año.

### Escasas acciones en modo *risk-on* en el 2º trimestre

Las expectativas graduales del mercado por una contracción económica más suave, en conjunción con unos tipos de interés que se acercan al tipo terminal, han estimulado el repunte de la renta variable que ha superado con creces nuestras expectativas más optimistas. Por tanto, nuestra posición infra ponderada en renta variable desarrollada en términos de rendimiento relativo se vio penalizada durante el segundo trimestre y más aún durante el repunte de junio.

### Las estrategias generadoras de alfa se quedan a la zaga en el repunte encabezado por la tecnología

Nuestra valoración de los riesgos asociados a la economía y la política monetaria nos ha llevado a favorecer estrategias que se defienden bien durante los períodos de aversión al riesgo (*risk-off*), como los fondos alternativos y, sobre todo, las estrategias macroeconómicas. Esta posición sobre ponderada favoreció nuestro rendimiento en 2022 pero este año ha perjudicado nuestros resultados porque se financiaba parcialmente con nuestra inversión infra ponderada en renta variable pública.

Nuestra exposición Global Macro sufrió un revés en junio, dado que el fuerte repunte de la renta variable ese mes pilló desprevenido al gestor que había optado por una postura bajista (posición larga en bonos - corta neta en renta variable) y por tanto perdió las ganancias obtenidas hasta ese momento. Las estrategias *event-driven* (guiadas por acontecimientos) que suelen centrarse en exposiciones a renta variable que ha caído en desgracia y la especulación sobre adquisiciones y fusiones produjo un resultado negativo del -2,9% en 2023. Sólo las estrategias con un coeficiente beta más alto para renta variable, como el riesgo de paridad, tuvieron más éxito que las estrategias más divergentes.

### Decepciones en renta variable de mercados emergentes y mercados frontera

Nuestra visión constructiva para los mercados emergentes mejoró con una asignación dedicada a China, ya que esperábamos una mayor recuperación tras retirar las medidas de confinamiento por COVID. Esta preferencia por los mercados emergentes fue a costa de las acciones estadounidenses, ya que su valoración parecía ser bastante exigente, y en menor medida las acciones europeas por los mayores riesgos geopolíticos y las tensiones provocadas por el conflicto en Ucrania.

Nuestra decisión de adoptar una posición sobre ponderada en los mercados emergentes y mercados frontera perjudicó los resultados, puesto que los mercados emergentes, sobre todo las acciones chinas, produjeron resultados mediocres, especialmente durante el segundo trimestre. Es más, los mercados emergentes globales se quedaron por debajo del 1% en el segundo trimestre tras la subida del 4,4% vista en el primer trimestre, lo que dejó el rendimiento del primer semestre en el 4,9% en USD. Los mercados frontera no salieron mucho mejor parados con un 3,2% en el primer trimestre, un 2,1% en el segundo y para el primer semestre un 5,3% en dólares estadounidenses, pero aun así nuestro gestor de mercados frontera obtuvo excelentes resultados con una subida del 13,5%.

### La inversión en tecnología no fue suficiente

La renta variable tecnológica en Estados Unidos y Europa impulsó el repunte de los índices del mercado, como el S&P 500, el Nasdaq y, en menor medida, el Euro Stoxx 50.

Pese a nuestra exposición directa a acciones tecnológicas en nuestra cesta temática y las mantenidas en estrategias regionales, no estábamos lo bastante expuestos al sector como para aprovechar toda la subida de precios de algunas de las acciones tecnológicas más importantes.

Por otro lado, otros mercados como el Reino Unido, que está menos expuesto al entusiasmo por la Inteligencia Artificial, pasaron más desapercibidos. De hecho, las acciones energéticas como BP o Shell se quedaron a la zaga cuando se corrigieron los precios del gas y el petróleo tras las cifras extraordinarias de 2022, mientras que las empresas mineras de metales como BHP y Rio Tinto sufrieron por la moderación de la recuperación económica china.

### Los diversificadores no pudieron hacer frente a la renta variable

A principios de 2023, la incertidumbre en torno a la inflación, los mercados laborales y la salud de los bancos, entre otros temas, expuso nuestra previsión a una amplia variedad de resultados (riesgos). Por tanto, tras el endurecimiento de la política monetaria más rápido y agresivo de los últimos 40 años, creemos que surgirán tensiones financieras y económicas a corto plazo.

Mantuvimos nuestra inversión sobre ponderada en fondos alternativos (*hedge funds*), como los fondos de estilo Global Macro sistemático, renta variable *long/short* y CTA (Commodity Trading Advisors), para que nuestras carteras fueran más resistentes a las turbulencias. Aunque fuera totalmente racional, nuestra diversificación en estas estrategias alejadas de la renta variable ha sido perjudicial para nuestra rentabilidad relativa, sobre todo en el segundo trimestre porque limitó nuestra participación en el repunte de la renta variable.

Nuestra posición en oro nos aportó muy buenos resultados en el primer trimestre, pero perdimos parte de esas ganancias en el segundo trimestre y acabamos la primera mitad del año con una subida del 5,23%, un rendimiento equivalente a los bonos corporativos de alto rendimiento estadounidense.

### Enorme disparidad en los rendimientos

En Estados Unidos, los sectores como los de tecnología, servicios de comunicación y consumo cíclico han subido todos más de un 30% en lo que va de año. Es más, sin estos sectores, el S&P se hubiera quedado estancado en 2023. Las grandes empresas tecnológicas dominaron el primer semestre, mientras que los sectores como los de energía, servicios públicos, sanidad y bienes de consumo se han quedado en cifras negativas en lo que va de año.

Nuestra cesta temática de renta variable se ha beneficiado de nuestra inversión en una estrategia centrada en la tecnología, pero en general se quedó a la zaga por nuestra exposición a estrategias especializadas como las acciones en Medtech y Biotech, Minería e Infraestructuras.

### Los *spreads* más ajustados favorecieron los créditos (IG + HY)

La subida constante de los tipos de interés en la curva durante el segundo trimestre provocó ciertas pérdidas en los títulos con vencimientos a largo plazo, mientras que los valores con mayores rendimientos, como los bonos corporativos con grado de inversión (IG, del inglés *investment grade*) o los de alto rendimiento (HY, del inglés *high yield*) se beneficiaron de altos dividendos, *spreads* (diferenciales de rendimiento) más ajustados y la menor sensibilidad a los intereses.

Dada nuestra valoración prudente del crecimiento mundial, nos mostramos escépticos sobre la probabilidad de que los bancos centrales puedan encarrilar la inflación hacia el objetivo y esa volatilidad aportaría grandes oportunidades para aumentar nuestra asignación en bonos a largo plazo.

Mantuvimos una exposición infra ponderada a los bonos del Estado y optamos por estrategias flexibles que pueden ajustar la exposición de las carteras a medida que surgen las oportunidades. Hemos aumentado progresivamente nuestra exposición a bonos de alta calidad con vencimientos más largos, pero nuestra reducida exposición a los tipos de interés para centrarnos más en los créditos ha mitigado los daños causados por tipos de interés más altos en economías desarrolladas por los temores en torno a la inflación vividos en febrero y mayo.

# PRIMER SEMESTRE 2023 : ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS

---

## Crecimiento mundial: mayor en 2023, menor en 2024

Los últimos seis meses han resultado ser más favorables de lo que se esperaba para las economías. Las últimas previsiones estiman un crecimiento mundial del 2,4% en 2023, partiendo de un 2,0%, gracias a un crecimiento estadounidense más próspero.

Aunque se había previsto inicialmente un crecimiento del 2,2% para 2024, ahora se prevé una ralentización y se ha bajado la previsión al 1,9% porque la economía estadounidense sufrirá una recesión a finales de año.

La economía estadounidense ha demostrado ser resistente gracias a la solidez del mercado laboral. Sin embargo, los tipos de interés más altos, actualmente por encima del 5%, han aumentado el coste de endeudamiento, sobre todo los tipos hipotecarios. Estos costes más elevados reducirán la capacidad de gasto de los consumidores y limitará el crecimiento económico.

Aunque la fabricación ha sufrido por una menor demanda y costes desorbitados, el sector de servicios ha mostrado cierta resistencia con un nivel de actividad sólido gracias a la combinación de un mercado laboral excepcionalmente fuerte y más ahorros acumulados durante la pandemia, lo que ha compensado con creces el impacto negativo de costes y tipos de interés más altos.

En Europa, el índice PMI (indicador de los encargados de compras del sector manufacturero) que refleja cual es el nivel de actividad económica de la zona) redujo el ritmo en junio, bajando a 49,9 frente a los 52,8 puntos de mayo. El PMI Manufacturero se ha quedado en territorio de contracción y ha mostrado un mayor debilitamiento. Lo más destacado es la ralentización de los servicios, lo que refuerza el riesgo de graves pérdidas más adelante.

La economía británica debería poder evitar la recesión técnica, pero su crecimiento se estancará este año antes de volver a subir hasta el 0,9% en 2024.

Como principal exportador de bienes fabricados, la menor demanda de dichos bienes en todo el mundo está repercutiendo en la economía china. Es probable que prosigan las turbulencias en el mercado laboral. Las cifras recientes para viviendas iniciadas y ventas han reflejado un debilitamiento, pero la probabilidad de que se produzca un hundimiento del mercado inmobiliario en China es reducida, dado que la mayoría de los prestamistas pertenecen al Estado y limita el riesgo de impagos.

## La inflación general cae, pero la inflación persiste

En 2022, la inflación estadounidense alcanzó su mayor nivel desde 1981. Un fenómeno extendido por todo el mundo y causado por una fuerte demanda de los consumidores que choca con los trastornos en las cadenas de suministro acentuados por la invasión a Ucrania, lo que hizo que estallaran los precios en todos los sectores, especialmente los de alimentación, energía y bienes duraderos.

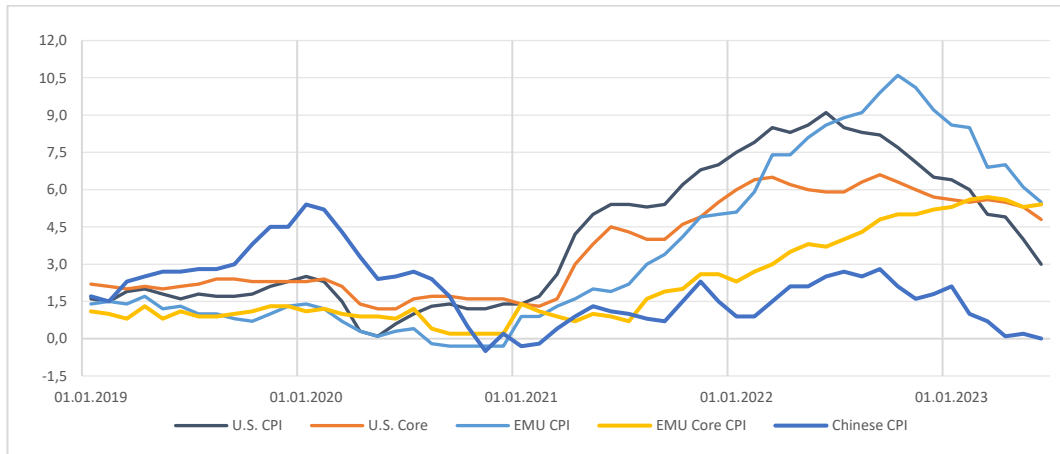
Los precios del gas y del petróleo están por las nubes desde la invasión a Ucrania, pero el reciente desplome de los precios del gas natural, que es tan esencial para los hogares europeos, bajará los recibos. Para refrescar la memoria, los precios energéticos subieron vertiginosamente en 2022 (+23,1%, frente al +10,5% de 2021) y los precios de los alimentos experimentaron una fuerte subida en 2022 (una media del +6,8%).

Las turbulencias en las cadenas de suministro han amainado al relajarse la demanda ante las rápidas subidas de los tipos de interés por parte de los bancos centrales que han contribuido a relajar las presiones inflacionarias. Con este panorama, la inflación subyacente cayó de la máxima del 7% al 4,6% en mayo, mientras que la inflación general solo subió un 3,8%.

La inflación del mercado inmobiliario ha tocado techo, dado que la gran subida de los tipos hipotecarios ha hecho que la capacidad de comprar una vivienda esté en su peor momento desde 2007. La caída esperada del precio de la vivienda del 2,5% en 2023 hará que el componente del coste de la vivienda del IPC vuelva a un nivel normal.

La persistencia de la inflación subyacente ha resultado ser un riesgo importante, dado que podría limitar el poder adquisitivo de los hogares y derivar en un mayor endurecimiento monetario. No obstante, la estabilidad de los precios energéticos ha reducido la inflación general, lo que ha beneficiado a la demanda y los mercados financieros.

Ilustración 1: Índice de precios de consumo (%)



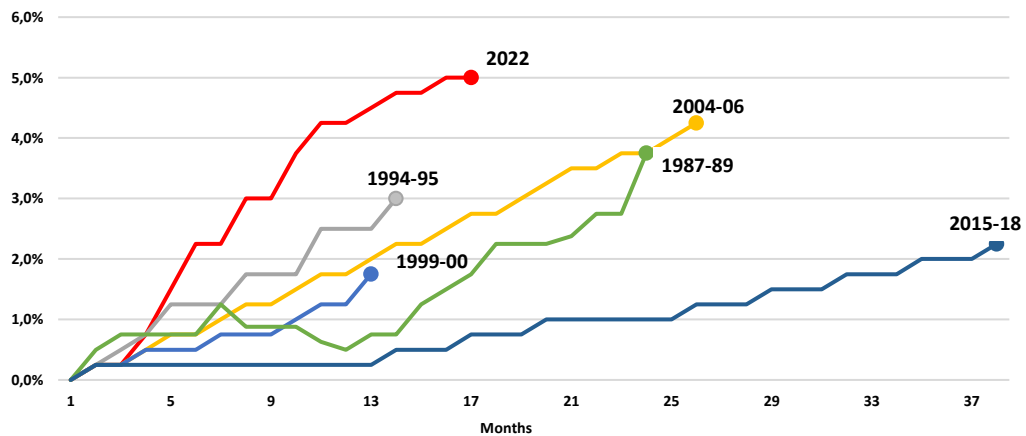
Fuente: Bloomberg

**Política monetaria:**

Tras quince meses de una de las campañas de endurecimiento más agresivas de la historia (500 p.b. desde marzo de 2022), la Reserva Federal ha

anunciado que se tomará un descanso (la llamada pausa «hawkish» o pausa agresiva) en las subidas de los tipos en junio.

Ilustración 2: Tipo de los fondos de la Reserva Federal desde que empezaron las subidas (%)



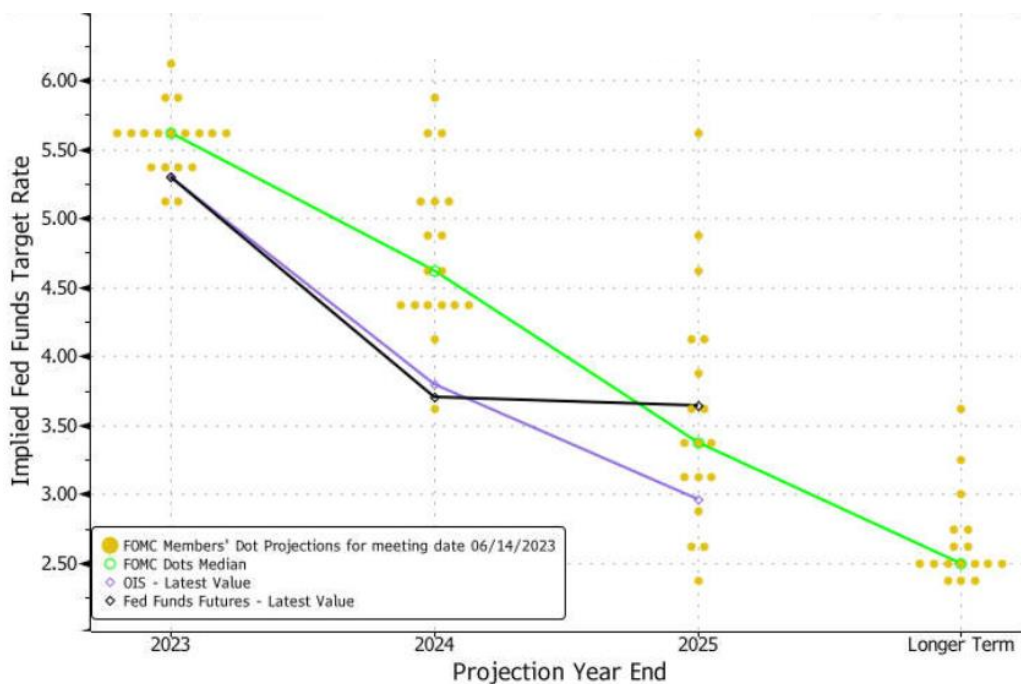
Fuente: Bloomberg

Al mismo tiempo, la Reserva Federal ha señalado que no hemos llegado aún al tipo terminal. Dos días después de la reunión de junio del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC), el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, anunció que la franja objetivo para el tipo de los fondos federales se mantendría

entre el 5,00 y el 5,25% por el momento. Según el gráfico de puntos (Ilustración 3), los miembros del Comité creen que la franja del tipo objetivo de los fondos de la Reserva Federal estará entre el 5,50% y el 5,75% para finales de 2023, lo que implica dos subidas más.



Ilustración 3: Tipo objetivo implícito de los fondos de la Reserva Federal



Fuente: Bloomberg

El Bank of America opina que la Reserva Federal aplicará a otras dos subidas de 25 p.b. este año, mientras que JP Morgan cree que solo subirá los tipos una vez más en julio. El Banco de América estima que el tipo terminal se quedará entre el 5,5% y el 5,75%, mientras que JP Morgan cree que se situará entre el 5,25% y el 5,50%. Estos nuevos tipos terminales junto con la trayectoria prevista para la inflación apuntan a que la política monetaria será aún más restrictiva a lo largo de 2024 ajustada a la inflación.

En Europa, el afianzamiento progresivo de la inflación subyacente ha forzado a las autoridades monetarias de la Unión Europea a adoptar un endurecimiento monetario más enérgico. En mayo, el BCE subió los tipos 25 puntos básicos.

En el Reino Unido, la inflación subyacente ha seguido registrando cifras elevadas, con un 7,1% interanual en mayo frente al 6,8% de abril (el nivel más alto desde marzo de 1992), lo que incitó al Banco de Inglaterra a subir los tipos 50 puntos por decimotercera vez consecutiva. Los datos más recientes muestran que el IPC anual británico estaba en el 8,7% en mayo, igual que el mes anterior.

**El índice de presión de la cadena de suministro global cayó en picado**

El último dato del Índice de presión de la cadena de suministro global publicado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York cayó a mínimos históricos en

Aunque el mercado ya había asumido parcialmente la mayor subida, no hay duda de que el Reino Unido es el más perjudicado entre las principales economías occidentales, dado que las deficiencias estructurales del mercado laboral han amplificado las subidas de los precios de la energía y la alimentación.

Como excepción, el Banco de Japón mantuvo su postura conciliadora y seguirá sustentando la frágil recuperación económica pese a una inflación más fuerte de lo previsto que lleva por encima del objetivo más de un año. De hecho, la inflación lleva 13 meses seguidos por encima del objetivo del Banco de Japón del 2%. La decisión del Banco de Japón contrasta con la del BCE, que subió en junio el coste de endeudamiento a la cifra más alta de los últimos 22 años.

El endurecimiento global más agresivo o las condiciones más altas por más tiempo que se están generalizando gradualmente, siguen suscitando el temor a que se estén equivocando con las políticas, sobre todo ante las señales que nos transmite la inversión de la curva de rentabilidad y el crecimiento de la masa monetaria.

mayo, lo que apunta a que se han despejado en su mayoría los cuellos de botella que recientemente han sido responsables en gran parte de la alta inflación.

Ilustración 4: Índice de presión de la cadena de suministro global (desviaciones típicas del valor medio)



Fuente: Bloomberg

La caída del índice con sus 27 componentes sugiere que ha remitido la presión sobre las cadenas de

suministro a raíz del Covid-19, una excelente noticia para la inflación.

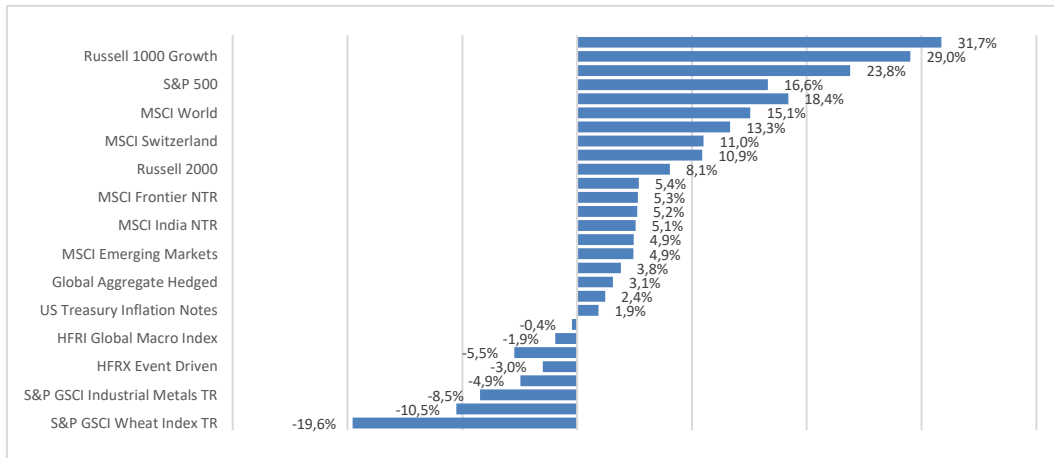
**Resumen**

En los últimos 18 meses, lo más destacado del entorno económico y de los mercados ha sido la resiliencia de la economía mundial frente a los ciclos tan agresivos de subidas de los tipos y las sacudidas como la invasión de Ucrania y los trastornos en el sector bancario, entre otros. En cuanto al crecimiento mundial, se han revisado al alza las expectativas generalizadas. Esta

resiliencia queda también patente por el hecho de que el PMI compuesto se mantuvo en cifras positivas en junio de 2023, a diferencia de las cifras tan bajas de diciembre. Por desgracia, intuimos que esta mejora precede un debilitamiento por el impacto del endurecimiento de la política monetaria.

# PRIMERA MITAD DE 2023 : LOS MERCADOS FINANCIEROS

Ilustración 5: Rentabilidad de los índices en dólares estadounidenses (%)



Fuente: Bloomberg

El año 2022 no resultó ser bueno para muchos inversores, ni para las acciones ni los bonos que cayeron a la par por la persistente inflación creciente que llevó a los bancos centrales de todo el mundo a subir rápidamente sus tipos de interés. No se suele ver una caída simultánea de estas dos clases de activos, de hecho, es la tercera vez en 100 años para la renta variable y la fija estadounidense. Al caer las dos a la vez, nos cuestionamos la composición tradicional de la cartera del 60/40 (renta variable/renta fija). Por suerte habíamos invertido en

estrategias alternativas, lo que mitigó el riesgo y protegió nuestras carteras frente a estas caídas de los mercados.

Los inversores arrancaron con mejor pie en 2023 que en 2022. Los mercados estuvieron muy animados durante la primera mitad del año, mejor de lo que esperábamos, dado que los inversores ignoraron las incertidumbres, como se puede observar en el índice de volatilidad VIX del CBOE que mide el temor de los inversores y que cayó a 14,6, la cifra más baja desde el 19 de febrero de 2020.

## Renta fija

Todos los segmentos de renta fija obtuvieron resultados positivos: los bonos del Tesoro registraron ganancias del +2,5%, el mejor arranque de año desde 2000, mientras que los bonos corporativos con grado de inversión y los bonos del Estado con vencimientos más largos registraron ganancias del 3,0% con un

segundo trimestre negativo, especialmente en mayo, cuando las subidas de los tipos a largo plazo provocaron fuertes pérdidas entre los bonos del Tesoro a largo plazo. En cuanto al rendimiento real (ajustado a las expectativas de inflación), éste llegó a su máximo en lo que va de año.

Tabla 1: Cuadro de rentabilidad (1er Sem. 2023)

	<u>Rentabilidad total en USD (%)</u>
Global Aggregate Hedged	2,96%
Global Aggregate Unhedged	1,43%
US Treasury	1,59%
US Treasury Inflation Notes	1,87%
US Corporate (IG)	3,21%
US Corporate (HY)	5,38%
Pan-European (HY)	4,79%
EM Sovereign	3,88%
EM Local Currency	1,69%
EM High Yield	3,71%

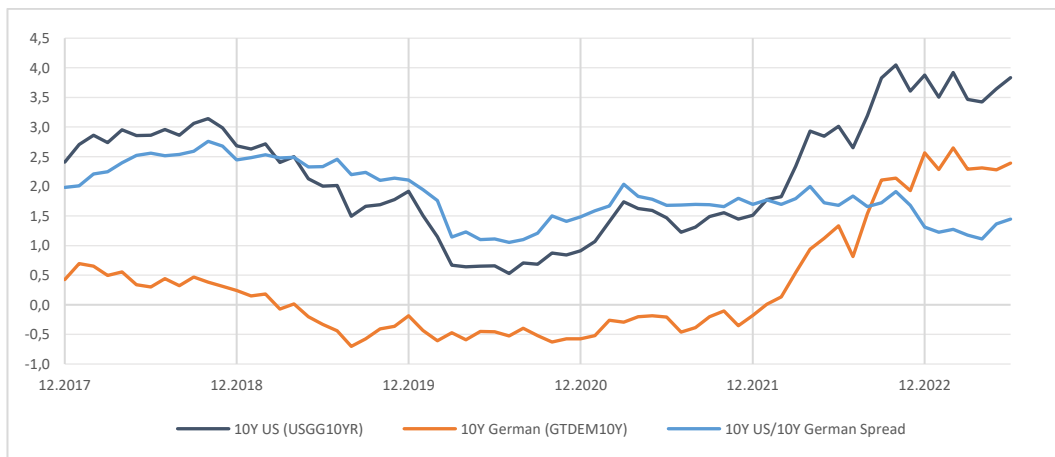
Fuente: Bloomberg

### Renta fija de mercados desarrollados

Bajo la influencia de la política de endurecimiento de la Reserva Federal, la parte corta de la curva de los valores del Tesoro estadounidenses (US Treasury) ascendió con el rendimiento de los bonos del Tesoro a dos años al 4,9% a finales de junio, mientras que a diez años apenas se han movido del 3,8% desde diciembre.

En Europa, los tipos a 10 años en Alemania estaban más bajos que en diciembre con un 2,4% frente al 2,6% anterior, mientras que los rendimientos a dos años alemanes han subido al 3,19%, por encima del 2,7% de diciembre.

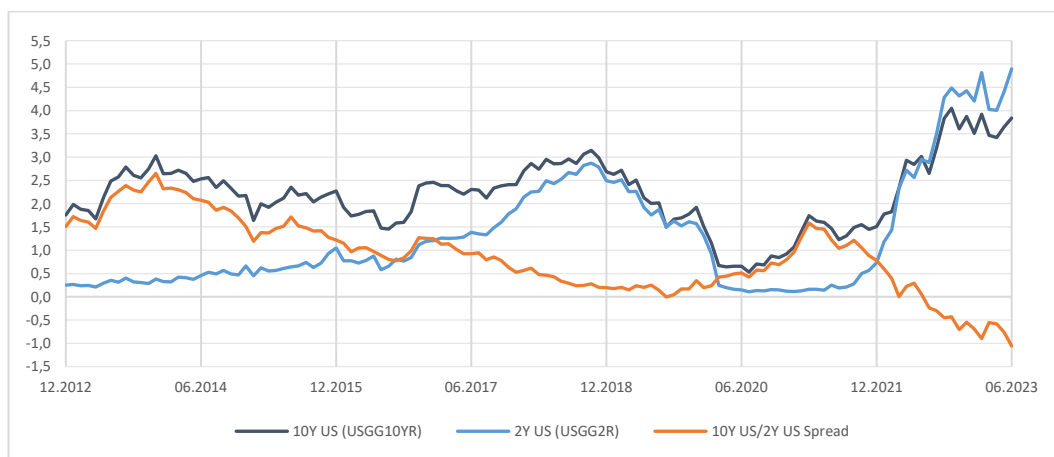
Ilustración 6: Rendimiento de los bonos del Estado a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg

La curva del rendimiento estadounidense siguió invertida, con el ensanchamiento del diferencial o *spread* entre los rendimientos de los valores del Tesoro a dos y diez años más marcado de las últimas décadas.

Ilustración 7: Rendimiento de los bonos del Estado a 2 años/10 años



Fuente: Bloomberg

Los bonos corporativos con grado de inversión global (IG) se quedaron 200 p.b. por detrás de los bonos corporativos de alto rendimiento con un 3,1% y 5,4% respectivamente. Los *spreads* de los bonos tocaron

techo en marzo y volvieron a las cifras de principios de año. El *spread* del índice IG acabó en 139 puntos básicos (p.b.), mostrando una bajada en junio y más pronunciada para el año en general.

## Deuda de los mercados emergentes (EMD)

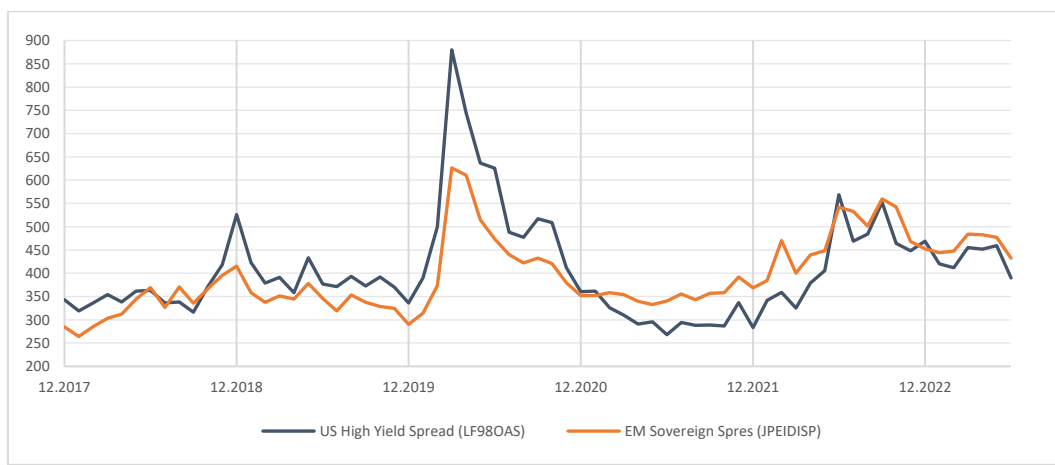
Los rendimientos del índice EMD fueron positivos en general durante el primer semestre. El índice compuesto de divisas fuertes subió un 3,6% con un estrechamiento de los *spreads* de 21 p.b. para situarse en 432 p.b, mientras que la deuda pública en divisa local solo mejoró un 1,7%.

La EMD se aprovechó del estrechamiento de los *spreads* en sincronía con otras exposiciones a los *spreads* a medida que se fue descontando el escenario de un aterrizaje suave. Sin embargo, la

aportación positiva se vio parcialmente contrarrestada por el impacto negativo de rendimientos más altos de los valores del Tesoro estadounidenses (EMD en divisa fuerte).

El segmento de alto rendimiento (High Yield) ha sido el más próspero con un 3,7% en el primer semestre gracias a unos *spreads* más ajustados, mientras que las turbulencias provocadas por los tipos de interés contuvieron la rentabilidad de los bonos con grado de inversión.

Ilustración 8: *Spreads* de la deuda de mercados emergentes y de los bonos de alto rendimiento de EE.UU.



Fuente: Bloomberg

## Renta variable

En junio quedó claro que los mercados financieros habían estado descontando la vuelta del escenario ideal, donde las economías desarrolladas evitan una recesión grave con precios a la baja; lo que permite a los bancos centrales centrarse en apoyar el crecimiento en lugar de luchar contra la inflación. La renta variable de las empresas de alta capitalización estadounidenses (large cap) han subido casi un 17%, lo que supone el cuarto mejor semestre de los últimos 25 años, mientras que el Índice US Equal Weighted solo ha subido un 7%. El Índice European Large Cap de empresas de altas capitalizaciones europeas ha subido un 13%, pero los resultados de los mercados defensivos tradicionales, como el de Suiza y el de Reino Unido, fueron relativamente decepcionantes. De hecho, el Reino Unido registró un rendimiento negativo en divisa local durante el trimestre, lo que se traduce en una caída del más del 10% en lo que va de año. La renta

variable de los mercados emergentes ofreció resultados absolutos positivos, pero le está costando mucho este año frente a los mercados desarrollados por la situación en China. Empezamos el año con optimismo en cuanto a la reapertura de China, pero duró poco cuando los datos económicos mostraron resultados decepcionantes. En Estados Unidos, los resultados del segundo trimestre de los índices de crecimiento, calidad y tecnología registraron rendimientos equiparables a los del primer trimestre con subidas del 7,1%, 11,2% y 12,4% respectivamente, lo que llevó el rendimiento del primer semestre al 13,6%, 23,1% y 31,7%. Este crecimiento encabezado por los títulos de tecnología contrastó con los resultados pésimos del complejo de materias primas, como la energía y los metales industriales, así como el mercado emergente más importante, el de China, donde el Índice All-Share cayó casi un 10% durante el segundo trimestre.

Ilustración 9: Índice de renta variable global - Divisa local (redefinición de base 31.12.2016=100)



Fuente: Bloomberg

Las ganancias de este año se deben a tan solo un puñado de acciones tecnológicas pese a los tipos más altos. Es más, las siete empresas más grandes del S&P 500, todas empresas tecnológicas, han subido una media del 86% en lo que va de año. Entretanto, las otras 493 empresas del S&P 500 apenas han variado en su conjunto.

La idea de que la Inteligencia Artificial generará un mayor crecimiento y productividad triunfó sobre el temor a los efectos negativos de unos tipos de interés más altos que perjudicaran los activos a largo plazo.

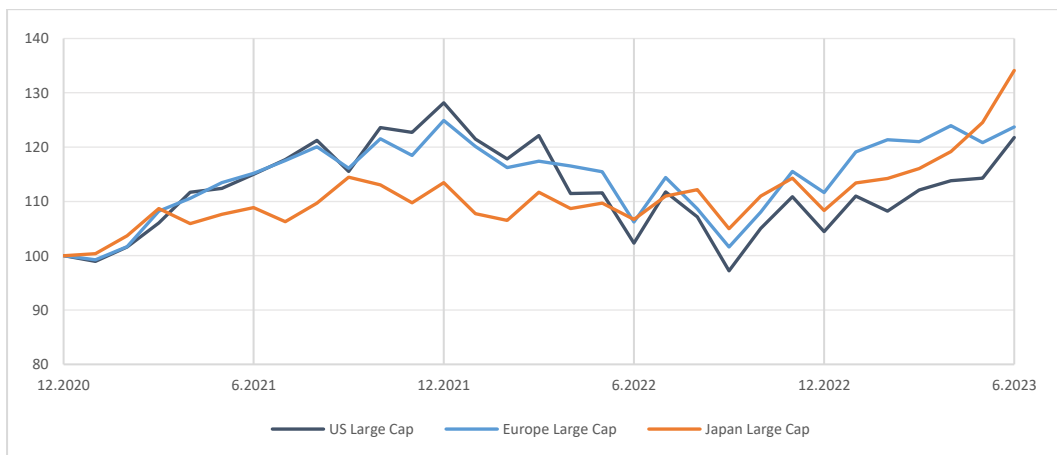
A modo de ejemplo, las acciones del fabricante de chips NVIDIA se dispararon, el valor de mercado de Apple superó por primera vez la cota de tres billones de dólares estadounidenses y Meta y Tesla vieron cómo se duplicaba el precio de sus acciones.

Esta tendencia parabólica en el precio de las acciones, cuyas valoraciones son elevadas, es perfectamente sostenible a pesar de haber vuelto a sus niveles

prepandémicos. Una posible erosión de la confianza de los inversores o unos resultados decepcionantes generan cierta vulnerabilidad en dichos mercados. ¡Esta combinación de la aceleración de precios y pocos avances en los mercados tiene ciertas similitudes con la era de las dotcom que acabó por estallar en marzo de 2000 !

Este año ha mostrado una amplia dispersión entre los rendimientos de los proveedores de índices estándar. Mientras que los títulos crecimiento obtuvieron mejores resultados que los de valor este año, las normas de construcción de los índices y su composición pueden arrojar resultados muy variados. Por ejemplo, Microsoft ha tenido el segundo mayor peso en el Índice S&P 500 Growth y nada menos que el primer puesto en el Índice S&P 500 Valor. La empresa líder en comercio online, Amazon.com, se posicionó en sexto lugar en el Índice S&P 500 Growth y tercero en el S&P 500 Value.

Ilustración 10: Índices de renta variable estadounidense, europea y japonesa (redefinición de base 31.12.2020=100)



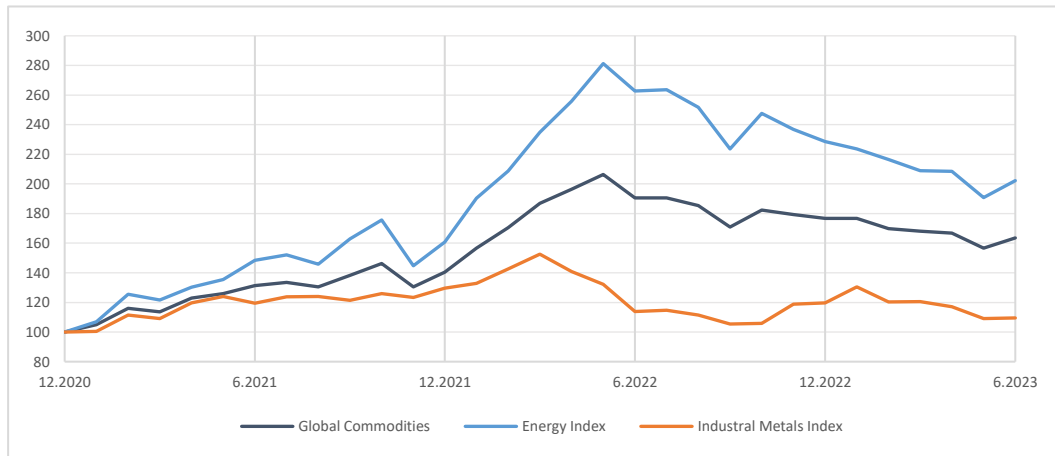
Fuente: Bloomberg

## Materias primas – petróleo y metales industriales

El índice Bloomberg Commodity cayó por cuarta vez en los últimos cinco trimestres. Las materias primas en general siguieron debilitándose, en parte debido

al debilitamiento económico de los mercados emergentes, especialmente en China y Europa, y por la fuerza del dólar.

Ilustración 11: Índices de materias primas (redefinición de base 31.12.2020=100)



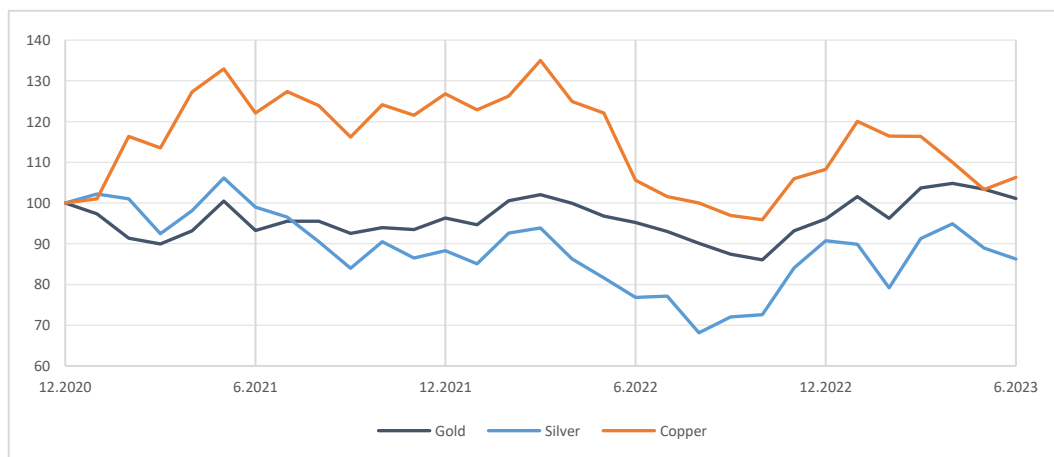
Fuente: Bloomberg

## Materias primas – oro

En el segmento de metales preciosos, el oro aportó un fuerte rendimiento en el primer trimestre (+8,0%), pero perdió parte de esas ganancias en el segundo trimestre para cerrar el semestre con una subida del

5,2% en dólares estadounidenses (US\$1,912.25/oz), mientras que la plata cerró el período con una caída del 4,9%.

Ilustración 12: Oro, plata y cobre (redefinición de base 31.12.2020=100)



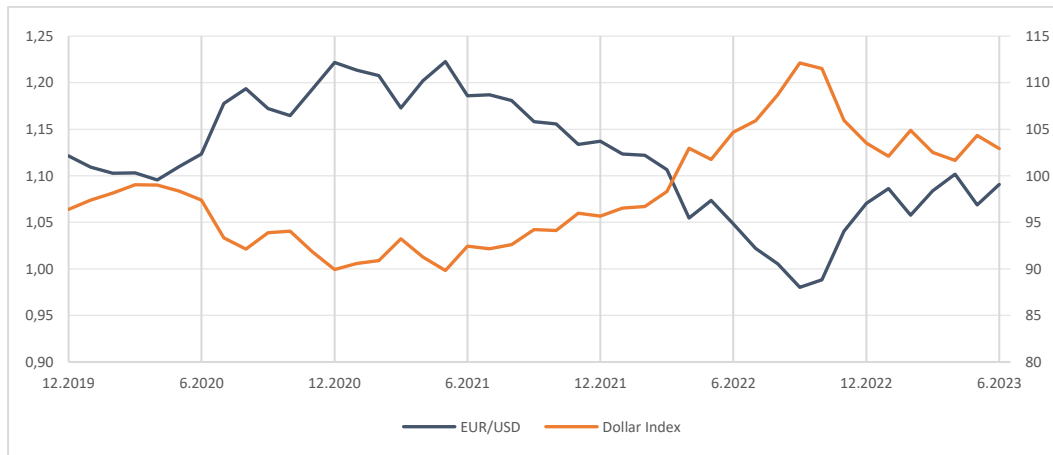
Fuente: Bloomberg

## Divisas

Tras alcanzar la paridad con el euro en 2022, el dólar estadounidense se debilitó durante el cuarto trimestre de 2022 y los primeros meses de 2023, dado que los rendimientos reales (rendimiento de la

deuda pública menos el tipo de la inflación local) eran más atractivos y los riesgos de recesión en Europa parecían más pronunciados que en Estados Unidos.

Ilustración 13: Rentabilidad de la divisa frente al dólar estadounidense (%)



Fuente: Bloomberg

Tabla 2: Cuadro de rentabilidad de la divisa (%)

	1T23	2T23	1S23
Dólar Index	(0,91)	0,44	(0,59)
Emerging Markets Currency Index	1,93	(0,91)	0,95
EUR/USD	1,32	0,72	1,91
CHF/USD	1,09	2,22	3,22
GBP/USD	2,16	2,97	5,13
EUR/CHF	0,27	(1,53)	(1,27)
JPY/USD	(1,18)	(8,15)	(9,14)
CNY/USD	0,40	(5,32)	(4,91)

Fuente : Bloomberg

El franco suizo ha tenido éxito este año gracias a las subidas de los tipos que dirigió el Banco Nacional Suizo (BNS) y llegó al nivel más alto desde mayo de 2021 frente al dólar estadounidense. Desde finales de

febrero, el franco ha cobrado fuerza con una subida del 5%, una de las divisas más prósperas del G-10 ese periodo.

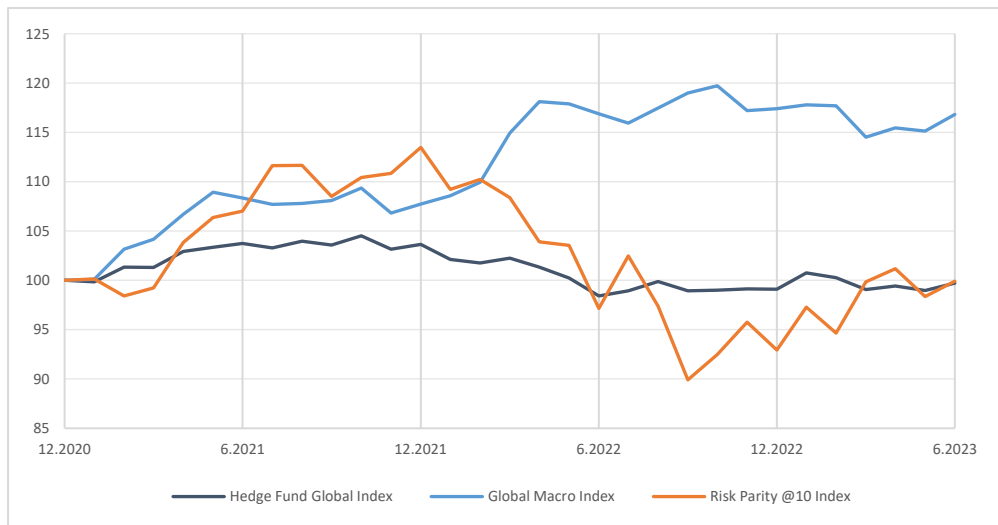
## Fondos alternativos

Las estrategias Macro sin correlación, que incluye las CTA que se guían por las tendencias, obtuvieron ganancias moderadas en 2023. El Índice HFRX Macro/CTA fue negativo en el primer trimestre

(-2,3%) pero se recuperó en el segundo trimestre (+2,8%), lo que hace que el índice anual apenas haya llegado a terreno positivo (+0,25%).



Ilustración 14: Rendimiento de fondos alternativos globales (redefinición de base 31.12.2020=100)



Fuente: Bloomberg

Tabla 3: Cuadro de rentabilidad de fondos alternativos (%) en USD

	1T23	2T23	1S23
<i>Global Hedge Fund</i>	0,02	0,64	0,63
<i>Equity Hedge</i>	0,81	2,13	2,96
<i>Equity Hedge – Equity Market Neutral</i>	-0,29	1,19	0,89
<i>Event Driven</i>	-0,20	-2,75	-2,99
<i>Global Macro</i>	-2,43	2,01	-0,47
<i>Global Macro – Systematic Diversified CTA</i>	-5,75	6,78	0,70
<i>Relative Value – Multi-Strategy</i>	0,99	0,90	1,88
<i>Relative Value Fixed Income Convertible Arbitrage</i>	3,10	2,24	5,38
<i>Risk Parity @ 10</i>	7,46	0,12	7,49

Fuente: Bloomberg

## PREVISION PARA EL 2º SEMESTRE DE 2023 : PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

### La actividad económica mundial mejora

La economía mundial muestra signos de mejoría. La reapertura de China ha ayudado en algo a reactivar el comercio mientras que la bajada de los precios energéticos ha supuesto un alivio para las familias. Sin embargo, la dura política monetaria seguirá limitando la demanda total.

Se prevé que el PIB real mundial baje del 3,3% de 2022 al 2,7% en 2023, el tipo anual más bajo desde la crisis financiera mundial y luego suba tímidamente al 2,9% en 2024. La mejora del primer semestre se

debe a la caída de los precios energéticos, especialmente el del gas natural y las previsiones más optimistas para China.

Aunque el crecimiento irá cogiendo ritmo en 2024, los riesgos de pérdidas han aumentado al haberse instalado la inflación en cifras tan altas, lo que amenaza el frágil crecimiento y fuerza a los bancos centrales a endurecer la política monetaria de manera aún más agresiva.

Tabla 4: Previsiones de crecimiento del PIB real (% interanual)

	2023E	2024E
Mundo	2,7	2,9
Estados Unidos	1,6	1,0
Zona euro	0,9	1,5
Reino Unido	0,3	1,0
Japón	1,3	1,1
China	5,4	5,1
India	6,0	7,0

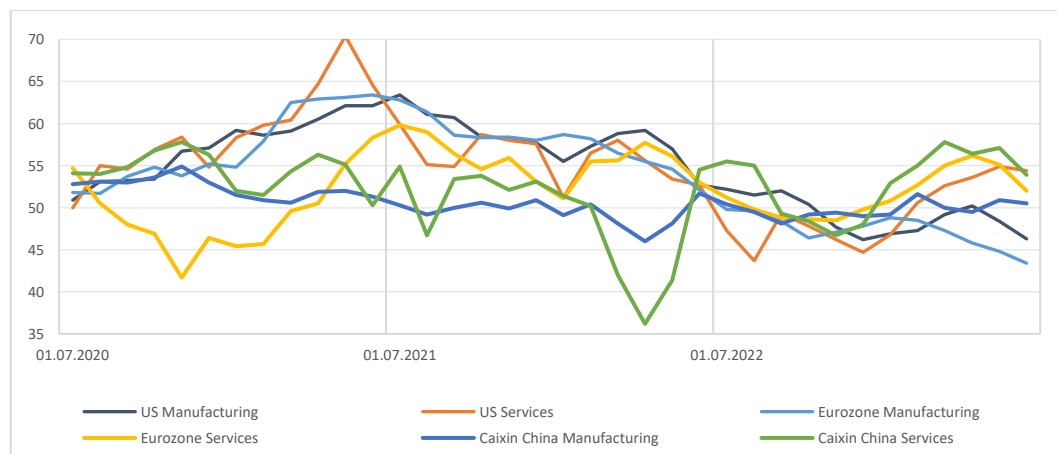
Fuente: OECD Economic Outlook, Junio de 2023

### Disparidad en los indicadores de actividad recientes

Los indicadores de actividad han sido dispares. El sector manufacturero ha sido débil, por lo que la mayor parte de la mejora de principios de 2023 ha sido más aparente en los sectores de servicios, impulsados por el repunte de la demanda de los

consumidores en China y el fuerte crecimiento de Estados Unidos. Se empieza a notar el endurecimiento de las condiciones monetarias en los mercados inmobiliarios. El precio de la vivienda ha empezado a ajustarse a las condiciones más restrictivas.

Ilustración 15: Índices de gestores de compras (PMI)



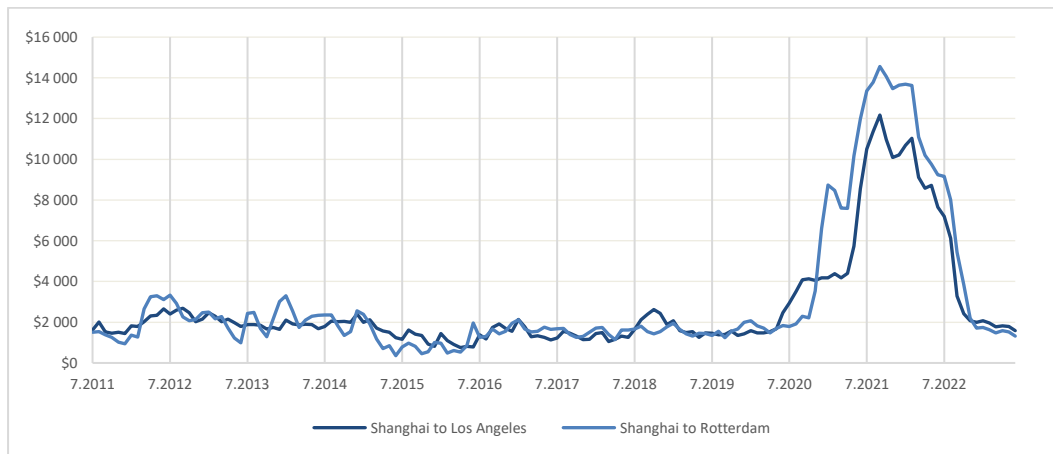
Source: Bloomberg

### El comercio mundial se ha recuperado parcialmente

El volumen de comercio mundial se recuperó durante el primer trimestre de 2023 pero el comercio de bienes mundial ha seguido siendo muy débil. Los precios del transporte y volúmenes de envío siguen

siendo débiles y las mediciones por encuestas de nuevos pedidos de exportación de productos fabricados siguen siendo bajas, aunque los pedidos de exportación de servicios sí mejoran.

Ilustración 16: Coste del transporte (USD/Contenedor de 40t)



Fuente: Bloomberg

Al haberse despejado la mayoría de los atascos globales y abierto plenamente la economía china, la débil demanda de bienes y materias primas influirá negativamente en el crecimiento del comercio mundial.

Pese a los temores al posible riesgo de perder el suministro de productos agrícolas esenciales procedentes de Ucrania, las exportaciones mundiales de alimentos se han mantenido a flote.

### Condiciones financieras duras y volátiles

El fracaso de ciertos bancos regionales y la absorción forzosa de Credit Suisse provocó fuertes tensiones en el sistema bancario mundial tal y como reflejan los picos en los CDS (permutas de incumplimiento crediticio) de los bancos, pero las medidas políticas impuestas a tiempo

ayudaron a estabilizar las condiciones financieras. Es probable que el creciente coste de financiación para los bancos y los requisitos adicionales de liquidez de capital se traduzcan en condiciones de crédito más restrictivas.

## La inflación tiende a la baja pero la tensión en el mercado laboral sube la inflación del sector de servicios

La inflación sigue moderándose en las grandes potencias por la debilitación de la demanda generalizada al ralentizarse la actividad económica. Se están revisando a la baja progresivamente las expectativas de inflación para las economías emergentes puesto que se están despejando los atascos en las cadenas de suministro y los precios de las materias primas bajan.

Los precios de los alimentos mostraron una subida moderada durante la primera mitad del año, pero los precios al alza de los servicios y la alta inflación subyacente siguen siendo preocupantes ante la tensión en los mercados laborales que promueve las subidas salariales. Por lo tanto, las condiciones generales del mercado laboral y, consecuentemente, el crecimiento sostenido de los salarios agravará la

presión inflacionaria en 2023 y 2024. Se prevé que la inflación estadounidense llegue al 4,2% en 2023 para luego caer al 2,5% en 2024. La caída de los precios energéticos y la política monetaria restrictiva ayudan a ralentizar las subidas de precios. Los precios energéticos más bajos ya han suavizado en cierta medida los riesgos de inflación de la zona euro. Las previsiones de inflación para Alemania y Francia están en el 6,4% y el 5,2% respectivamente. Se prevé que la inflación en Brasil e India se sitúe en torno al 5,1% en 2023 y baje al 4,6% en 2024 para ambos países. En China, las presiones sobre los precios siguen siendo débiles ante la lenta recuperación de la demanda de los consumidores. Al contrario que en las economías desarrolladas, se espera que la inflación china suba en la segunda mitad de 2023 al coger ritmo

## Conclusiones

Consideramos que los elevados tipos de interés perjudicarán cada vez más a la economía. En primer lugar, los bancos centrales quieren evitar la alta inflación permanente que produce una política monetaria demasiado relajada. A diferencia del pasado, los bancos centrales esperarán más tiempo a valorar el estado de la economía antes de rebajar los tipos de interés. Los tipos de interés reales

(estadounidenses) han pasado de territorio negativo a positivo. Unos tipos de interés reales más altos son mucho más importantes que los tipos de interés nominales para la economía. Por lo tanto, unos tipos de interés reales más altos acentúan el riesgo de una deceleración económica más grave. Aun a falta de subidas de los tipos, los tipos de interés reales subirán en línea con la bajada de la inflación.

## PERSPECTIVAS DE LAS CLASES DE ACTIVOS – 2º SEMESTRE DE 2023

### Principales clases de activo

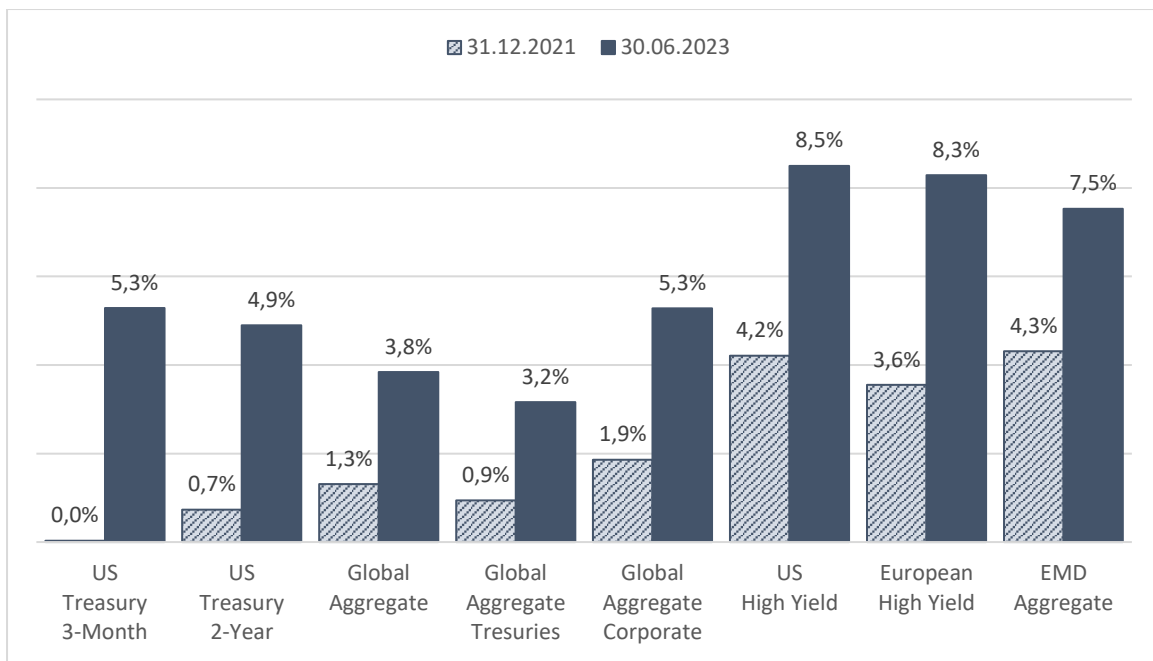
#### Panorama totalmente diferente para la mayoría de las clases de activos

2022 fue uno de los peores años para los mercados de bonos, sobre todo por el ritmo vertiginoso del endurecimiento monetario. Sin embargo, esto significa que las condiciones de los mercados han mejorado considerablemente para los inversores de renta fija, dado que los rendimientos libres de riesgo más altos y los *spreads* crediticios medios representan un punto de

partida mucho más sólido. También es posible que los rendimientos a largo plazo hayan tocado techo, por lo que los riesgos de duración son mucho más bajos que hace un año. Todo esto contribuye a un binomio rentabilidad/riesgo más favorable para esta clase de activos.

### Renta fija

Ilustración 17: Rentabilidad de los bonos (%)



Fuente: Bloomberg

#### Bonos del Estado de mercados desarrollados

En cuanto a los bonos del Estado, los tipos más altos por más tiempo (*higher-for-longer*) han mejorado las perspectivas para los bonos del Estado a corto plazo. Ante este panorama, preferimos los bonos del Estado a corto plazo por sus ingresos atractivos dado que los tipos de interés a corto plazo ya han asumido el tema de más altos por más tiempo.

Mantenemos la posición infra ponderada en los valores del Tesoro estadounidenses dado que seguimos esperando rendimientos a largo plazo más altos. En la UE, incluido el Reino Unido, mantenemos la asignación infra ponderada pero aumentaremos las posiciones de manera oportunista cuando los mercados estén mejor y reflejen la política de tipos más altos por más tiempo.

### Crédito con grado de inversión (IG) y alto rendimiento (HY)

Los valores corporativos con grado de inversión (IG) suelen presentar características defensivas durante las épocas más duras y ofrecen rendimientos atractivos (5,3%) en este momento. Sin embargo, los *spreads* están ajustados y no reflejan el riesgo de la ralentización económica que se acerca, de modo que es preciso actuar con cierta cautela pese a los ratios fundamentales corporativos tan sólidos por la alta liquidez acumulada y la poca necesidad de refinanciación. El mayor coste de endeudamiento será

más doloroso para los valores corporativos (HY) de menos calidad que tienen menos flujo de efectivo y más necesidad de financiación a corto plazo, aunque los emisores de HY hayan mejorado sus balances. Aunque el rendimiento se ha vuelto a acercarse al 8,5% de media a largo plazo, los *spreads* actuales de 390 p.b. para los valores corporativos de alto rendimiento estadounidenses y de 456 p.b. para los valores corporativos de alto rendimiento pan-europeos no compensan esos riesgos para los inversores.

### Deuda de los mercados emergentes (EMD)

En nuestra opinión, la economía estadounidense seguirá perdiendo ritmo hasta entrar en una recesión hacia finales de 2023, mientras que el crecimiento del PIB de los mercados emergentes estará en torno al 4% anual, lo que abre un período de crecimiento más elevado para los mercados emergentes frente a los mercados desarrollados. Aunque sigue habiendo cierta incertidumbre en torno al tipo terminal de la Reserva Federal, está claro que nos estamos acercando al final del ciclo de endurecimiento, lo que debería contener la volatilidad de los tipos de interés. Esta revisión del riesgo de tipos de interés ya ha empezado como se observa en los índices de volatilidad. En la mayoría de los países emergentes ya ha quedado atrás la inflación y la subida de los tipos. A diferencia

de Estados Unidos, la inflación subyacente se ha enfriado rápidamente y se espera que quede en el 5%. Muchos bancos centrales de los mercados emergentes ya han tocado techo en el ciclo de subidas de los tipos y al final irán bajando de las cotas tan excepcionalmente altas. El rendimiento de los EMD es alto comparado con su historial a largo plazo debido al alto *spread* sobre la deuda pública de alto rendimiento que ha mostrado indicios de tensión. Los bonos de estos países que atraviesan dificultades cotizan con un gran descuento y han subido los *spreads* medios sobre el índice. El segmento BB+ cotiza en torno a los 450 p.b., mientras que el *spread* de los bonos B se ha disparado por encima de los 650 p.b.

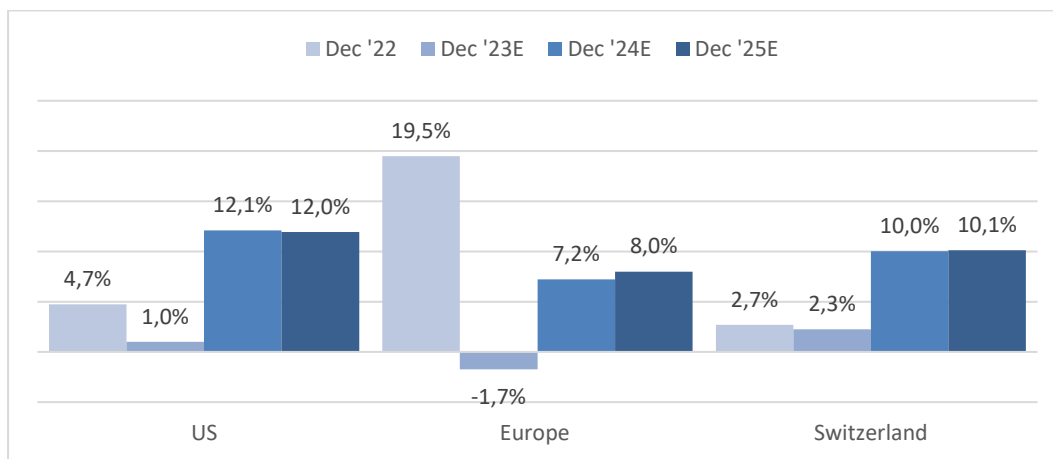
### Renta variable

#### Perspectivas para los beneficios

En Estados Unidos se espera que el S&P 500 anuncie una caída del 7,1% en los beneficios, en comparación al año pasado, para el segundo trimestre de 2023, lo que sería la caída más pronunciada desde el segundo trimestre de 2020 y el tercer trimestre seguido de caídas. Con miras al futuro, los analistas siguen

esperando cierto crecimiento de los beneficios para la segunda mitad de 2023. Para el tercer y cuarto trimestre de 2023, los analistas prevén un crecimiento de los beneficios del 0,1% y del 7,6% respectivamente. Para 2023, los analistas esperan un crecimiento de los beneficios del 1%.

Ilustración 18: Crecimiento de los beneficios (%)



Fuente: Factset

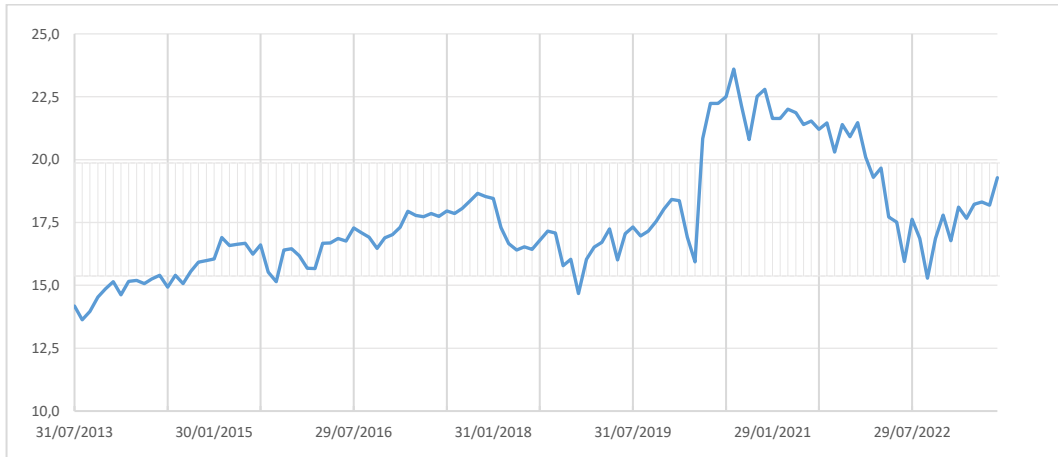
En Europa, el sistema de estimación Refinitiv I/B/E/S calculó un crecimiento de los beneficios entre el segundo trimestre de 2023 y el segundo trimestre de 2024 de 8,3%, -8,7%, -3,2%, -9,1% y 9,0%, respectivamente.

**Valoración**

El mercado de renta variable estadounidense cotiza por encima de la media de varios años para diferentes métricas, como, por ejemplo, el ratio precio-

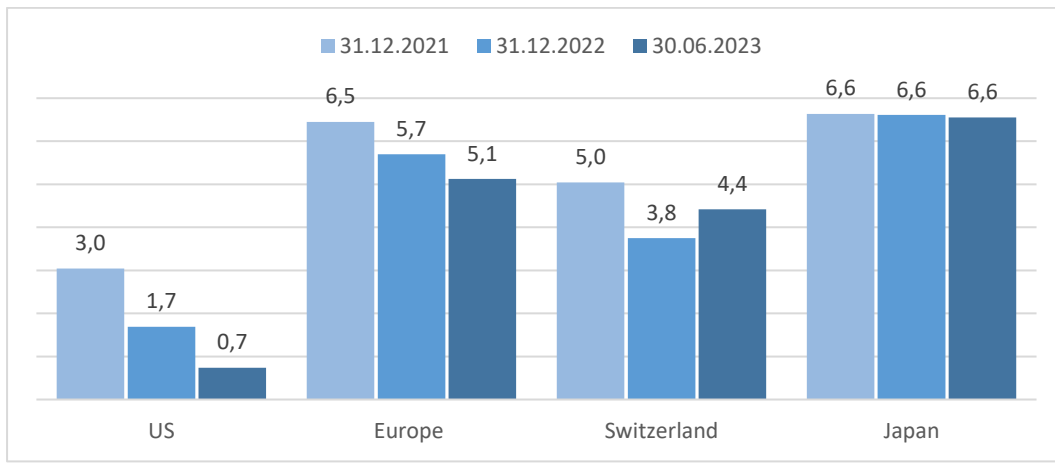
beneficios a 12 meses, el PER real de Shiller y el ratio precio-valor contable.

Ilustración 19: Valoración de renta variable estadounidense (ratios PER a 12 meses)



Fuente: Bloomberg

Ilustración 20: Prima de riesgo de renta variable<sup>1</sup>(%)



Source: Bloomberg

<sup>1</sup> Rentabilidad de los beneficios (Earning Yield) – Rentabilidad de los bonos a 5 años

### Renta variable de mercados desarrollados

No hay duda de que las acciones tomaron por sorpresa a los inversores durante la primera mitad de 2023, cuando los índices alcanzaron cifras de dos dígitos en

**Renta variable estadounidense** – En el pasado, el comportamiento de los mercados entre la última subida de los tipos de la Reserva Federal y el primer recorte dependía de las condiciones económicas. La renta variable subió en 1984, 1995 y 2018 cuando la economía evitó la recesión. La fuerte caída de la inflación desde sus máximas ha favorecido la renta variable, como en 1953, 1974 y 1980. Dado que esperamos un escenario de tipos más altos por más tiempo (el llamado *higher-for-longer* en inglés), no

**Renta variable europea** – Desde 2007, la renta variable europea se ha quedado a la zaga de la estadounidense en términos de divisa local (Ilustración 19). Esta

Estados Unidos, Europa y Japón, pese a las turbulencias que provocó el ciclo de subidas de los tipos más rápido desde la década de los ochenta.

creemos que la inflación ni los tipos de interés vayan a caer antes del año que viene. La curva de rendimiento sigue invertida y por tanto sigue suponiendo un problema al haberse siempre asociado a la recesión. Desde 1978 hemos sido testigos de 12 inversiones de la curva de rendimiento que duraron unos 18 meses antes de entrar en recesión. Por ahora llevamos 11 meses de curva de rendimiento invertida (a 2 años/10 años).

rentabilidad relativa tan decepcionante se explica con el diferencial de crecimiento de los beneficios entre estos dos mercados.

Ilustración 21 : Rentabilidad relativa de la renta variable europea frente a la estadounidense (rendimiento total en divisa local)



Fuente: Bloomberg

**Renta variable japonesa** – La relajada política monetaria del Banco de Japón, los fuertes balances y la atractiva valoración han sustentado el mercado. El principal riesgo que corre la renta variable japonesa

es que se produzca un cambio de dirección masivo de *carry trades* financiados en yenes durante una fase de aversión al riesgo (*risk-off*), lo que haría que se disparara el yen.

### Renta variable de los mercados emergentes

Los mercados emergentes registraron un retorno positivo durante la primera mitad de 2023, pero se quedaron más de un 10% por detrás de los mercados desarrollados pese al debilitamiento del dólar

estadounidense. No obstante, vemos varios motivos por los que podemos seguir siendo optimistas acerca de la capacidad de los mercados emergentes de tener éxito en la segunda mitad:

**Crecimiento del PIB divergente:** El crecimiento del PIB de las economías desarrolladas (EE.UU. y Europa) se ralentiza a la vez que los mercados emergentes se recuperan. Los bancos centrales de los mercados emergentes se encuentran en otro momento del ciclo de endurecimiento monetario, mientras que las economías desarrolladas acercan los tipos de interés a la cota máxima para enfriar la inflación.

Tal y como ya hemos mencionado, se espera que el crecimiento del PIB de los mercados emergentes sobrepase el crecimiento de las economías desarrolladas. En general se ha asociado la magnitud de la brecha a un rendimiento excepcional de la renta variable de los mercados emergentes frente a la renta variable de los mercados desarrollados.



**Crecimiento de los beneficios:** Durante la última década, las acciones de los mercados emergentes registraron un crecimiento de beneficios por acción mediocre, pero ahora están en situación de obtener un crecimiento fuerte que supere las expectativas del crecimiento de los beneficios de los principales

**Valoración atractiva:** Por último, la renta variable de los mercados emergentes cotiza a valoraciones relativas atractivas frente a los mercados

mercados desarrollados, como Estados Unidos y Europa. Los países emergentes asiáticos están a la cabeza, con previsiones de un crecimiento superior al 5% en China e India. La economía china afronta adversidades pero tiene posibilidades de dejar atrás el lento crecimiento de las economías desarrolladas.

desarrollados. Según el ratio precio-beneficios de Shiller, el descuento actual se sitúa en torno al 50%.

## Materias primas – oro

---

El oro ha servido de activo seguro fiable y de cobertura contra la inflación durante una época de graves tensiones en la economía y los mercados. No ha sido distinto en 2023, sobre todo durante el primer trimestre, con la creciente incertidumbre sobre la inflación, el tope de la deuda estadounidense y los tipos terminales.

Una leve contracción en Estados Unidos y la relajación de la inflación probablemente den paso a una segunda mitad de año más neutral para el oro, dado que los inversores preferirán los activos de riesgo (*risk-on*). Por otra parte, una contracción económica más pronunciada supondría un entorno más favorable para el oro gracias a un aumento de la volatilidad y la aversión al riesgo (*risk-off*).

## Fondos alternativos (*hedge funds*)

---

Las condiciones actuales de los mercados son favorables para las estrategias de fondos alternativos (*hedge funds*), dado que proporcionan generadores de alfa de los mercados y una forma eficaz de diversificar las carteras durante las épocas de pérdidas.

**Global Macro** – Confiamos en que las estrategias Global Macro ofrecerán buenos resultados dado que prosiguen las incertidumbres y el rumbo de la inflación parece abocado a coincidir o superar las expectativas para la inflación que ya se han descontado. El fin de la era de expansión monetaria, cuando la búsqueda de rentabilidad en un punto más alto de la curva de riesgo y las estrategias centradas en el coeficiente beta eran más atractivas que generadores múltiples de alfa, debería traer un mayor grado de dispersión con el que los gestores pueden aprovechar oportunidades de alfa diversificadas.

La tendencia hacia la desglobalización implica que las economías estén menos conectadas y las políticas monetarias y tributarias serán divergentes, lo que producirá una alta volatilidad de los tipos y divisas y una dispersión entre y en todas las clases de activos y regiones, el escenario ideal para los gestores con

talento para las estrategias Macro.

**Risk Parity** – Las estrategias sistemáticas de paridad de riesgo están listas para volver con fuerza ahora que los bonos recuperan su papel tradicional como diversificadores de carteras. Como el riesgo de recesión aumenta, podría acercarse una época más dura para las estrategias de renta variable que en cambio será beneficiosa para los bonos con vencimientos más largos, dado que las estrategias de paridad de riesgo están sobre ponderadas en renta fija, lo que crea un marco favorable.

**Long/Short** – Las incertidumbres acentúan la dispersión de los resultados, dado que los analistas expresan una amplia variedad de opiniones, lo que se suele asociar a mayores oportunidades de alfa que son más favorables para los gestores que demuestran talento en estrategias *Long/Short* (L/S, posiciones largas/cortas). Dado que esperamos pocos beneficios de la renta variable y *spreads* más ajustados que los actuales, valoramos los beneficios de una direccionalidad reducida de las estrategias L/S y la idiosincrasia del flujo de retorno.

## Divisas

---

En esta época de normalización de los tipos de interés mundiales, hemos observado el resurgir de las estrategias *Carry* y *Momentum* como impulsores de la rentabilidad de la divisa.

### **Dólar estadounidense (USD): sigue bajo presión**

La diferencia entre el ciclo de endurecimiento monetario de la Reserva Federal y el BCE para los próximos trimestres será un impulsor clave del tipo de cambio EUR/USD. Las expectativas de los mercados es que la Reserva Federal dejará de aplicar subidas unos meses antes que el BCE. A corto plazo, la postura

beligerante del BCE por la inflación alta y «pegajosa» sustenta el Euro mientras siguen las expectativas de más subidas. El mayor riesgo de esa política es una recesión más profunda en la zona euro que al final forzará al BCE a rebajar los tipos agresivamente para ayudar a la economía y entonces se debilitará el Euro.

### **Yen japonés (JPY): agradece el diferencial de tipos más estrecho**

Al margen de alejarse del endurecimiento de las políticas de otras economías desarrolladas, la política monetaria relajada del Banco de Japón parece insostenible, dado que la inflación se ha normalizado con lo que ya no hay tanta necesidad de mantener una política monetaria tan extremadamente relajada.

La previsión de abandonar el régimen de control de la curva de rendimiento sigue intacta. Las expectativas de los mercados para ambos bancos centrales implican que el diferencial de tipos de interés debería estrecharse y, por tanto, reforzar el yen. Un yen más fuerte derivaría en el cierre de algunos *carry trades*.

### **Renminbi chino (RMB): presión bajista**

El crecimiento decepcionante y la especulación sobre el apoyo con políticas ha debilitado el renminbi y ejercido cierta presión competitiva sobre divisas de otros mercados emergentes. Además, las expectativas de recortes de los tipos de interés por parte de los bancos centrales de los mercados emergentes

acortarán el diferencial de las divisas de los mercados emergentes frente a las de los mercados desarrollados. No esperamos ni oportunidades ni riesgos en las divisas de los mercados emergentes de aquí en adelante.

### **CHF: Empezará a brillar con los recortes de los tipos de intereses globales**

El Banco Nacional Suizo ha adoptado un tono extremadamente beligerante en los últimos meses, aunque la inflación suiza sigue estando muy por debajo de las economías desarrolladas. La inflación de mayo estaba en el 2,2% interanual, la más baja desde la invasión de Ucrania. Al igual que el oro en las últimas dos décadas, el franco tiene éxito cuando los principales bancos centrales aportan un estímulo monetario. Su tipo ponderado por el comercio subió

un 10% durante el ciclo de recortes de los tipos de la Reserva Federal y el BCE en 2001-2002. Subió un 13% a principios de la crisis financiera de 2007-2008. Cuando la Reserva Federal recortó los tipos en 2019-2020, el franco suizo creció en torno al 7%. El franco suizo sigue representando una buena cobertura frente a los riesgos de finales de ciclo y se beneficia de un banco central más activista, así como mejores rendimientos con respecto al yen japonés.

## 2º SEMESTRE DE 2023 : IMPLICACIONES DE INVERSIÓN – ASIGNACIÓN DE ACTIVOS EN JULIO

El crecimiento global pierde ritmo y el mayor riesgo es que se expanda la ralentización. Los indicadores adelantados sugieren que las presiones inflacionarias disminuyen ahora que han vuelto a la normalidad las cadenas de suministro y han caído los precios de las materias primas. Los tipos de interés estadounidenses han tocado techo o están a punto de hacerlo, mientras que en Europa se esperan aún algunas subidas. Por otro lado, la política china sigue siendo acomodaticia y se espera que los estímulos económicos favorezcan la economía. El rendimiento de los bonos plantea una

oportunidad convincente, mientras que los *spreads* crediticios se acercan a las medias a largo plazo con el sustento de los ratios fundamentales de crédito.

Consideramos que el riesgo/beneficio actual no es atractivo en el caso de la renta variable ante el mayor riesgo de recesión en Estados Unidos y otras potencias, el rumbo aún difuso de la inflación subyacente (aunque puede que haya empezado a desinflarse) y la exigente valoración, excepto en los mercados emergentes.

Tabla 5: Perspectivas de las clases de activos

	Estratégico	--	-	0	+	++	Táctico
Efectivo	-			■			2,0
Renta fija	40,0	□ →	■				36,0 <sup>1</sup>
Renta variable	50,0		■				48,0 <sup>2</sup>
Oro	2,0			■ ←	□		2,0
Inversiones alternativas	8,0					■	12,0 <sup>3</sup>

### Efectivo

Nuestra asignación a efectivo del 2% es residual más que fundamental. Al contrario que en los dos últimos

años, el efectivo empieza por fin a dar cierto rendimiento.

### Renta fija

El crecimiento económico se ralentiza, pero la inflación sigue siendo demasiado alta para que los bancos centrales cambien su política. Se esperan subidas incrementales de los bancos centrales en

países desarrollados, pero ya hemos recorrido la mayor parte del camino mientras que los bancos centrales de los mercados emergentes valoran cuándo empezar el ciclo de expansión.

### **Bonos del Estado (Duración) – siguen infra ponderados pero se van acercando a neutral**

Hemos incrementado nuestra asignación principal con cautela al ver que los rendimientos son ahora más atractivos, pero no se nos olvida la posibilidad de un impacto negativo de la volatilidad de los tipos de interés sobre los bonos de larga duración pese a unos rendimientos cada vez más atractivos en los sectores de renta fija. De hecho, los rendimientos actuales se encuentran en un punto de partida interesante para los inversores de bonos y serán un

gran impulsor del rendimiento total de los bonos, sobre todo en el escenario de «más altos por más tiempo». Aunque hayamos aumentado nuestra asignación de manera oportunista, seguimos infra ponderados en deuda pública con menos sensibilidad a los tipos de interés (menor duración) pero tenemos intención de aumentar nuestra exposición (duración) una vez se enfríen las presiones inflacionarias.

<sup>1</sup> Incluyendo 5% en deuda L/S

<sup>2</sup> Incluyendo 2% en renta variable L/S estadounidense

<sup>3</sup> Añadiendo 7% de Long/Short incluido en Renta fija y Renta variable

### Valores con grado de inversión (IG) y de alto rendimiento (Crédito) – Sobre ponderados pero listos para realizar beneficios

Los bonos corporativos se han beneficiado de un menor temor a un aterrizaje brusco y la incertidumbre en torno al ritmo de las subidas de los tipos de los bancos centrales, así como la disminución de la oferta. Los *spreads* de los bonos cotizan a su media de diez años, pero el rendimiento general es más alto. Esperamos *spreads* algo más estrechos para el segundo semestre de 2023. También la reducción de probabilidades de una recesión grave y fuertes ratios fundamentales corporativos, aunque los ingresos y el EBITDA han caído de los máximos alcanzados recientemente. Las revisiones a la baja de las calificaciones han empezado a remontar en el segmento de préstamos

apalancados en Estados Unidos mientras que se espera que la tasa de morosidad de créditos se sitúe entre el 4% y 4,5% para finales de 2023. Es importante mencionar que el mercado de crédito actual es de menor calidad que en ciclos anteriores – los préstamos con calificación de una sola B forman una gran parte del mercado en general. Mientras que el rendimiento sigue siendo atractivo en términos absolutos, los *spreads* crediticios cotizan a cifras próximas a la media de diez años. Nuestro escenario medio sigue esperando un crecimiento débil y una inflación subyacente pegajosa y prevemos que los *spreads* se ensancharán durante la segunda mitad del año.

### Deuda de los mercados emergentes (EMD) – Nos planteamos recortes, pero seguimos sobre ponderados

Las divisas fuertes (HC, del inglés *hard currency*) ofrecen una combinación de tipos reales relativos atractivos frente a los mercados desarrollados y un *carry* convincente. Los rendimientos de los valores del Tesoro estadounidenses han alcanzado nuevas máximas en respuesta a los datos económicos estadounidenses más optimistas y la probabilidad de una inflación persistente. La recuperación del rendimiento real en divisa local (LC, del inglés *local currency*) sobre los mercados desarrollados ha caído en picado al aumentar la inflación más que los rendimientos nominales, pero ahora está cayendo y podría suponer un alivio en cierta medida. Los *spreads* de títulos corporativos (IG y HY) se

acercan a los niveles promedios, pero ofrecen una subida adicional del rendimiento con menor apalancamiento neto que los emisores estadounidenses. El mercado inmobiliario chino sigue luchando por remontar, aunque los rumores esperanzadores sobre un apoyo con políticas no se ha hecho realidad aún. En general, la EMD sigue siendo atractiva puesto que la desinflación ha empezado a permitir que los bancos centrales de los países emergentes recorten los tipos, lo que debería ayudar al sector de divisa local. A medida que avanza el repunte, consideraremos reducir nuestra exposición, pero seguimos sobre ponderados por el momento.

### Renta variable – infra ponderación confirmada

La sorprendente resistencia de la economía estadounidense y el repunte de las acciones de empresas tecnológicas de mega-capitalización (*mega-*

*tech*) ha puesto en duda nuestra postura tan prudente con respecto a la renta variable.

#### **Renta variable estadounidense – Infra ponderada**

Según el reciente indicador de la actividad actual de Goldman Sachs y en vista de que las ventas al por menor reales han caído en los últimos 12 meses, se podría decir que la economía real lo está pasando mal. Otras observaciones macroeconómicas preocupantes: la curva de rendimiento se ha invertido aún más, la oferta monetaria real sigue siendo negativa y los criterios para la concesión de préstamos de los bancos son más duros. En cuanto a valoraciones, el PER adelantado en el S&P a junio es de 21,8 puntos, frente a la media a largo plazo de 15 puntos. Debemos resaltar la diferencia de valoración entre las acciones de las 7 empresas de mega-capitalización, con un PER medio de 32 puntos y el resto del mercado con 16,5 puntos,

cerca de la media a largo plazo. Mientras que el mercado sin empresas de mega-capitalización parece más atractivo desde el punto de vista de su valoración, los beneficios tienden a ser más sensibles a la actividad económica. Por lo tanto, si las revisiones a la baja cobran fuerza, su valoración podría empezar a reflejar valoraciones más caras que hoy en día. En vista de esto, reiteramos nuestra posición precavida (infra ponderada y con coeficiente beta bajo) dado que la renta variable estadounidense ofrece una relación riesgo/recompensa nada atractiva (riesgo asimétrico de pérdidas, pero reconoce que el impulso adquirido durante el segundo trimestre de 2023 podría prolongarse.

### ***Renta variable europea – Sobre ponderada en comparación con renta variable estadounidense***

Dado el panorama económico y los efectos residuales de la política monetaria tan agresiva del BCE, los inversores deberían prepararse para más dificultades durante los próximos trimestres. Pero tenemos argumentos sólidos para preferir la renta variable europea a otros mercados desarrollados importantes. En primer lugar, los beneficios europeos han superado las expectativas. En lo que llevamos del segundo trimestre de 2023, y en total,

las empresas están anunciando beneficios un 6% por encima de las estimaciones. En segundo lugar, la prolongada valoración sigue siendo barata en términos históricos y relativos frente a la renta variable estadounidense y, en tercer y último lugar, la expansión de los mercados europeos frente al estrecho liderazgo observado en el mercado estadounidense.

### ***Renta variable japonesa – Sobre ponderada***

Mantenemos una opinión favorable para la renta variable japonesa por la confluencia de diferentes vientos a favor, como el compromiso del país a mejorar el gobierno, un yen japonés más débil y el anuncio de recompra de acciones que favorece los beneficios y las valoraciones atractivas. Somos conscientes del reciente repunte del mercado con el equivalente incremento de beneficios a muy

corto plazo. También reconocemos que las condiciones económicas en el futuro inmediato siguen siendo duras por todo el mundo con la débil recuperación de China tras su reapertura y una previsión económica más floja fuera de Estados Unidos. En el caso de una pausa o corrección a corto plazo, aprovecharíamos esa oportunidad para aumentar más nuestra posición sobre ponderada.

### ***Renta variable de los mercados emergentes – Sobre ponderada confirmada por la dinámica de los beneficios y las valoraciones***

Los mercados emergentes han obtenido resultados decepcionantes este año por las preocupaciones macroeconómicas globales, los riesgos geopolíticos y la trayectoria del dólar estadounidense. Tras años viendo cómo se reduce el diferencial de crecimiento (desde la crisis financiera mundial), las economías de los mercados emergentes volverán a disfrutar de una prima de crecimiento económico al alza frente a los mercados desarrollados. Al mismo

tiempo, se espera que el crecimiento de los beneficios sea más alto en los mercados emergentes frente a los desarrollados en 2024. Las valoraciones han alcanzado algunos de los niveles más convincentes de la historia. En la actualidad, los mercados emergentes cotizan justo por debajo de 12x en base al ratio precios/beneficios para los próximos doce meses, o justo por encima del promedio de 11,3x a largo plazo.

## **Materias primas – oro : recorte hasta posición neutral**

---

El objetivo del oro es proporcionar una diversificación durante épocas de tensiones en los mercados y como cobertura frente a la inflación y un dólar estadounidense más débil. Nuestra exposición al oro resultó ser bastante acertada durante 2022 y la primera mitad de 2023. Sin embargo, es de esperar que afrontemos adversidades durante la segunda mitad del año,

como la presión para subir los tipos de interés reales y la presión para bajar la inflación. Por estos motivos, encogemos nuestra exposición a una posición neutral, equivalente a una asignación del 2% sobre un 3%. No dudaremos en aumentar nuestra asignación al oro si surge la preocupación por una recesión más profunda, si la inflación no está controlada totalmente para entonces.

## Fondos alternativos (hedge funds) : mantenemos sobre ponderación

Estamos ante una encrucijada: o la economía estadounidense vive un aterrizaje suave o hará falta más subidas de los tipos para poder sobrevivir en un marco de inflación más fuerte. En ambos casos, el entorno del mercado es uno de gran incertidumbre con graves trastornos en precios y liquidez. Los acontecimientos de este tipo crean oportunidades a corto plazo para los gestores más ágiles pero también pueden señalar el

nacimiento de nuevas tendencias. En ambos casos, las estrategias macro y las que se guían por tendencias están bien preparadas para captar estos brotes de volatilidad y contratiempos. En general, nuestra exposición a los fondos alternativos o hedge funds está concebida como estrategia de coeficiente beta bajo salvo por la estrategia de paridad de riesgo que proporciona una exposición beta eficiente para las clases de activos.

Tabla 6 : Perspectivas para fondos alternativos (Hedge Funds)

	--	-	0	+	++
Risk parity					■
Global Macro					■
CTAs					■
Crédito L/S				■	
Renta variable L/S				■	

## Divisas

### Dólar estadounidense (USD)

En Europa, es probable que el BCE siga subiendo los tipos mientras la Reserva Federal descansa. En general, previmos que el USD seguiría estando débil dado que el mayor impulso económico y el

diferencial de los rendimientos a dos años favorecen el euro, que sigue siendo barato según la paridad del poder adquisitivo.

**TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS – EURO – Julio de 2023**

Para nuestras cuentas equilibradas, aplicamos la siguiente tabla:

	Neutral en %	Julio 2023 en %		Límites en %
<b>Depósitos a corto plazo</b>	-	<b>2,0</b>	↻	<b>0 – 20%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>40,0</b>	<b>31,0</b>	⌚	<b>15 – 55%</b>
Deuda pública 10,0	3,0			
Crédito – Grado de inversión (IG)	10,0	6,0		5 – 45%
Crédito – Alto rendimiento (HY)	5,0	6,0		
Deuda de los mercados emergentes	5,0	6,0		0 – 20%
Flexible	-	10,0		0 – 15%
<b>Renta variable</b>	<b>50,0<sup>2</sup></b>	<b>46,0</b>	⌚	<b>20 – 60%</b>
Mercados desarrollados				15 – 55%
Europa	30,0	29,0		
Norteamérica	15,5	10,0	↻	
Asia Pacífico incl. Japón	2,0	2,0		
Mercados emergentes	2,5	5,0		5 – 30%
<b>Materias primas</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>		<b>0 – 15%</b>
Oro	2,0	2,0		0 – 5%
Otras materias primas	-	0,0		0 – 10%
<b>Hedge Funds</b>	<b>8,0</b>	<b>19,0</b>		<b>0 – 25%</b>
Risk parity	3,0	4,0	⌚	0 – 10%
Global Macro	3,0	4,0	⌚	0 – 10%
CTA	2,0	4,0	⌚	0 – 10%
Long/Short (L/S)				0 – 10%
Crédito L/S	-	5,0	↻	
Renta variable L/S	-	2,0	↻	
Otras	-	-		0 – 10%
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>		

## DISCLAIMER

The Forum Finance Group S.A. (FFG) is authorised by FINMA as asset manager and registered with the SEC as investment adviser. Although every care has been taken by The Forum Finance Group S.A. (FFG) to ensure the accuracy of the information published, no warranty can be given in respect of the accuracy, reliability, up-to-datedness or completeness of this information. FFG disclaims, without limitation, all liability for any loss or damage of any kind, including any direct, indirect or consequential damages, which might be incurred through the use of this document. The entire content of this document is subject to copyright with all rights reserved. You may not reproduce (in whole or in part), transmit (by electronic means or otherwise), modify, or use for any public or commercial purpose this document without the prior written permission of FFG. Please go to [www.ffgg.com](http://www.ffgg.com) for our full disclaimer.

---

FFG

---

FORUM FINANCE

---

1994

---

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône — CH-1204 Ginebra — P.O Box — CH-1211 Ginebra 3 — T +41 22 552 83 00

**FFGG.COM**