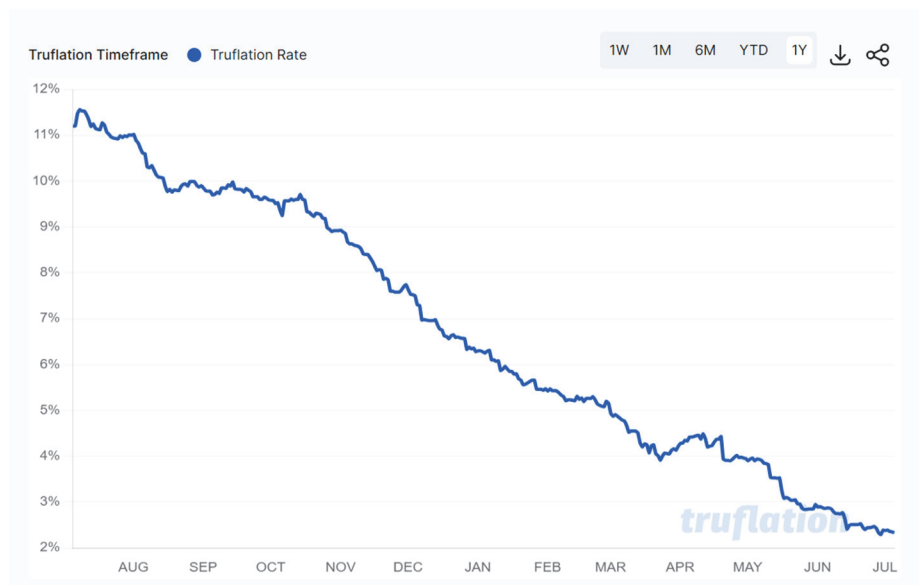


Comentario 1 semestre de 2023

Macroeconómica

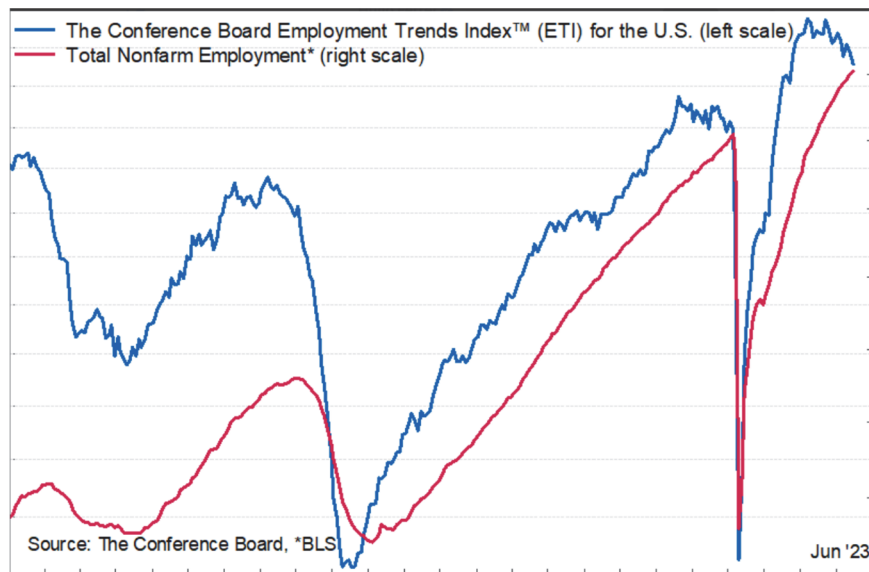
A **nivel macro** y de crecimiento las economías desarrolladas han mostrado su capacidad de resistir el endurecimiento de la **política monetaria**, en gran parte gracias a los cambios implementados en el gobierno corporativo y presupuestario debido a la pandemia. Los excedentes de liquidez acumulados por el sector privado y las administraciones locales, así como los pedidos pendientes y el deseo de mantener mayores inventarios, junto con las políticas industriales, han mitigado los efectos de un endurecimiento monetario descontrolado que se inició en 2022.

Sin embargo, los bancos centrales desarrollados entienden que no han concluido su tarea. Creen que la persistente **inflación** salarial, la disminución de la tasa de crecimiento potencial y los bajos riesgos de los mercados de renta variable les impiden declarar el fin del ciclo de endurecimiento monetario en 2023. De hecho, aunque la Fed ha pausado su subida de tipos, el BCE subió en su última reunión de junio y se prevé otra subida en julio al menos, además de desprenderse un tono aún muy restrictivo en su discurso sobre la inflación. No obstante, en mi análisis personal de la inflación con fuentes de datos externas en tiempo real, observo que USA ya ha llegado a su objetivo de inflación 2/2.50%.



Fuente: Truflation.com

El **empleo** que sigue fuerte, en mi opinión es un indicador muy atrasado y no debería de ser la guía de los Bancos centrales. Sin embargo, este ya empieza a dar síntomas de enfriamiento. Aquí vemos en azul el indicador adelantado de la Conference Board sobre el empleo en Usa y en rojo el empleo oficial.

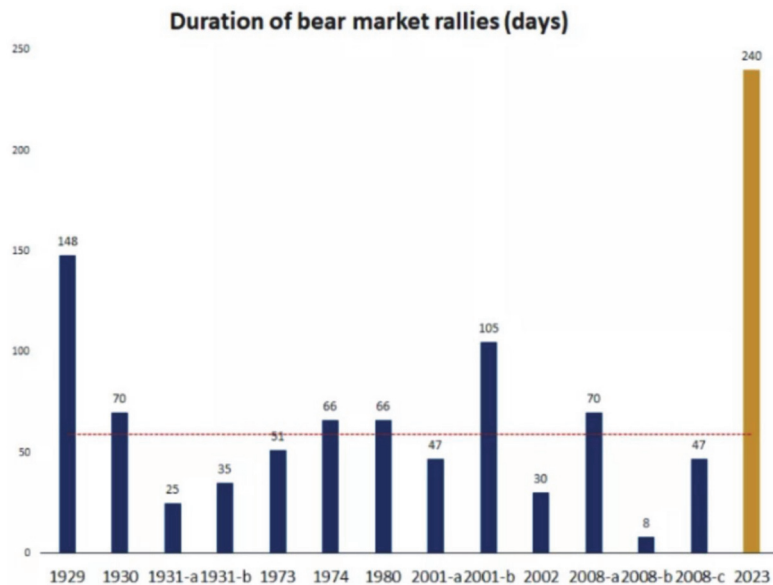


Quizá un sobre-endurecimiento de tipos pueda desembocar en que la previsible recesión técnica se haga más profunda, por eso esta es una cuestión que debemos vigilar de cerca en las próximas semanas. Como siempre los responsables de la política monetaria europea van tarde, como ya le ocurrió a Jean Claude Trichet, y pueden poner en peligro la resiliencia que ha demostrado la economía europea después del estallido de la Guerra en Ucrania. El BCE el BoE, y en menor medida la FED, creen necesario aumentar el desempleo a niveles típicos de una recesión. Dado que los activos de riesgo parecen que no tienen incorporado en sus precios un escenario de recesión (si lo hicieron en 2022) o una disminución de los márgenes compatible con el retorno al objetivo de inflación, la desaceleración económica podría verse agravada por la volatilidad de los mercados financieros provocada por un sobre-endurecimiento de las políticas monetarias. Por lo que el principal riesgo que nos enfrentamos en el corto plazo es el de política monetaria.

En **China**, la reapertura ha perdido un poco fuelle, y ven como un periodo tan prologando de restricciones todavía están haciendo daño a la economía. Se espera que en el cuarto trimestre se implementen medidas presupuestarias más flexibles, lo que podría impulsar el comercio mundial a principios de 2024, y la economía China en particular.

Mercados financieros

Después de un año desafiante en 2022, esta primera mitad de 2023 está siendo un bálsamo para las carteras. La parte de las carteras invertidas en acciones de empresas de mercados desarrollados ha experimentado un rendimiento superior al 10% en lo que llevamos de año. Dentro de este tipo de acciones, aquellas centradas en el crecimiento, que sufrieron una caída significativa el año pasado, han experimentado una impresionante recuperación aún más fuerte que los índices desarrollados, y si estas acciones tenían algo que ver con la Inteligencia Artificial el rally ha vuelto a ser superior. Sin embargo, las acciones de empresas value han tenido un rendimiento más modesto, alcanzando de media un 5% en lo que va de año. Hay voces pesimistas que opinan que estamos en un rebote dentro de una tendencia bajista, y otros que ven como el mercado ha empezado un nuevo periplo alcista. Yo me decanto mas por la segunda opinión, pero con una actitud prudente. Si me remito a los datos y analizamos la siguiente tabla, nunca en la historia moderna de los mercados un rebote dentro de una tendencia bajistas ha durado tanto. Es decir, los rallies en los mercados bajistas son violentos y cortos en el tiempo, y muy diferente a este que dura más de 240 sesiones.



Fuente: Seeking Alpha.

Es cierto, sin embargo, que si hacemos un análisis mas profundo de mercado no todo ha subido. De hecho, aproximadamente **un 90% de la subida del SP500**, índice mas representativo a nivel mundial, **se debe a la subida de los 7 grandes gigantes tecnológicos**: Apple, Microsoft, Amazon, Google, Nvidia, Meta y Tesla. Dicho esto, las ultimas semanas algo esta cambiando, y otros mercados esta empezando a coger el relevo de la tecnología, después de un trimestre tremendamente rezagados. Lo podemos observar en los índices de pequeña capitalización, value, incluso en los segmentos más cíclicos.

El año pasado también fue complicado para la **renta fija** y aún está en proceso de recuperación. Los bonos gubernamentales a nivel mundial solo han rendido un 1% hasta ahora este año, mientras que la deuda gubernamental del Reino Unido ha sufrido una caída del 6% en lo que va de año. Por su parte, las materias primas, que fueron la clase de activo con mejor rendimiento

el año pasado, han experimentado una caída en lo que va de año de alrededor del 8%. Los activos que han mostrado mejores resultados hasta la fecha en renta fija han sido el crédito de alta rentabilidad (high yield) y los bonos gubernamentales italianos, con rendimientos cercanos al 5%.

Renta Variable Internacional			
	1 trim	2 Trim	YTD
Stoxx 600. Europa Eur	6,74%	0,89%	7,69%
IBEX 35 - España	12,19%	3,90%	16,57%
SP500 - EEUU USD	7,04%	7,84%	15,43%
Nasdaq - Tecnología EEUU USD	20,49%	15,16%	38,75%
Russell 2000 - Pequeña EEUU USD	2,74%	5,21%	8,09%
MSCI Asia Ex Japan EUR	2,10%	-1,90%	1,65%
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 30 Jun 23			
Renta Fija Internacional			
	YTD		
Bund 10 y- Bono Aleman 10 años	1,20%		
US Treasury 10 y - Bono Americano 10 años	1,60%		
Investment Grade EU - Grado de inversion Europeo	2,00%		
Investment Grade US - Grado de inversion America	3,20%		
EM Sovereign - Emergente soberano	3,80%		
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 30 Jun 23			

En general, los primeros meses de 2023 han sido mucho más tranquilos para los inversores en comparación con 2022, tal como comentábamos en nuestro informe del primer trimestre del año, y puede ser que asistamos a un año regular para la economía, pero un buen año para los mercados. No obstante, tenemos que tener en cuenta que en algunos segmentos de mercado las valoraciones de los activos de riesgo han aumentado drásticamente. Por esto, aunque somos positivos no nos debemos dejar llevar por la euforia del mercado de renta variable. Debemos esperar a correcciones en la tendencia para tomar riesgos adicionales. Hay mercados como el de pequeña capitalización que ofrecen un descuento histórico frente a los títulos de gran capitalización, ya estamos empezando a girar las carteras hacia estas ideas. También el mercado de renta variable de China y Asia en general, aunque no está penalizando, tiene unas perspectivas superiores a la de otros mercados desarrollados, pero este lo vemos más como una inversión satélite en cartera. En renta fija, estamos asistiendo a un incremento de las TIRES que sin duda están representando oportunidades enormes en el medio y largo plazo, que estamos aprovechando.

Cualquier cuestión, como siempre, estaremos encantados de comentarla.

Reciban un cordial saludo y feliz verano.