

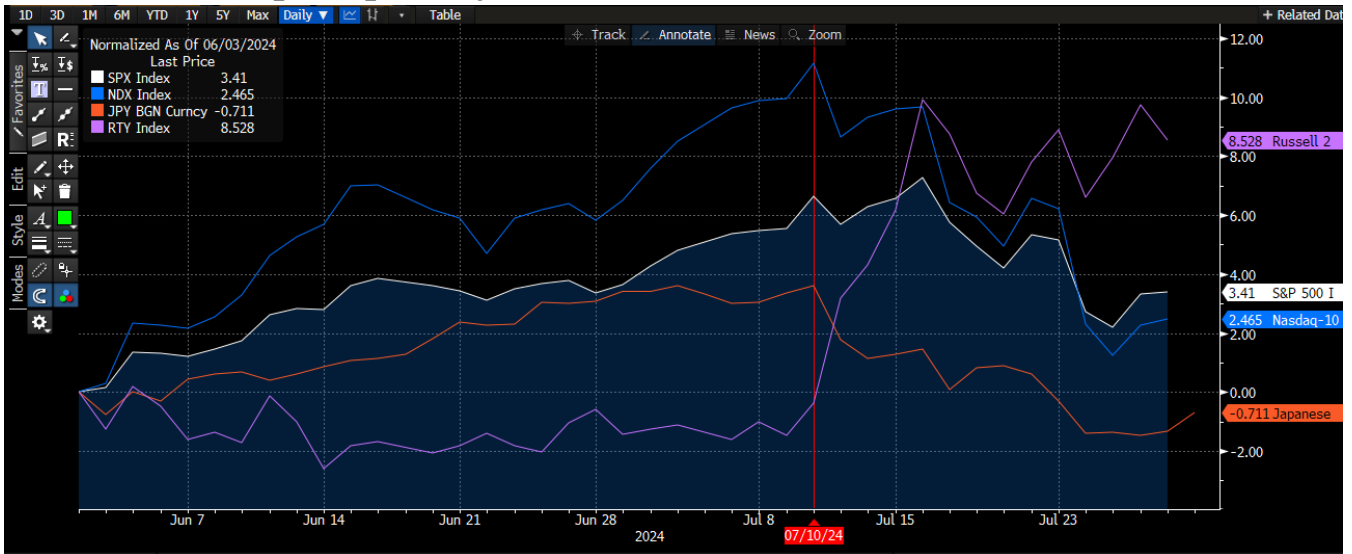
## Análisis del mercado Julio 202 4



Aunque la mayoría de los índices bursátiles variaron relativamente poco en julio, el mes fue bastante agitado. Tras un fuerte comienzo en el que el S&P 500 y el Nasdaq 100 alcanzaron máximos históricos, comenzó una rotación sectorial. Los inversores tendieron a recoger beneficios en las empresas de crecimiento, sobre todo en el sector tecnológico, y se repositionaron en las "menos queridas", es decir, las empresas *de valor* y las de pequeña y mediana capitalización. Como resultado, el índice Russell 2000 se disparó más de un 10%, convirtiéndose en el mejor valor de julio en relación con sus homólogos. El Nasdaq 100 cedió un 1,6% en el mes, mientras que el Dow Jones Industrial, que incluye empresas más maduras y defensivas, ganó un 4,4%. Es interesante observar en el gráfico siguiente que la rotación sectorial se inició al mismo tiempo que un fuerte repunte del yen japonés (JPY) tras otra intervención masiva en el mercado de divisas por parte del Banco Central japonés (BoJ). Se dice que el BoJ ha inyectado más de 22.000 millones de dólares en dos días (tras haber inyectado más de 60.000 millones en primavera) para apoyar su moneda. Gracias a unos tipos de interés muy bajos desde hace más de treinta años y a la buena visibilidad de la política monetaria del banco central, el yen es una divisa muy apreciada por los inversores apalancados. Por ello, durante muchos años, los hedge funds han tendido a endeudarse en yenes a bajo coste para invertir en dólares (u otras divisas) en empresas de alto potencial de crecimiento. Cuando el Banco de Japón decide defender su moneda, se desencadenan las *operaciones de carry trade*, que afectan a los precios de los activos de riesgo en todo el mundo. El rebote de la moneda japonesa (+7,2% en el mes) pesó lógicamente sobre el Nikkei 225 (-1,2%), así como sobre los principales índices europeos, que también perdieron entre un 1% y un 2%.



## Resultados desde principios de junio de 2024



Fuente: Bloomberg, Weisshorn

El repunte de las *pequeñas y medianas capitalizaciones* también puede explicarse por las expectativas de recortes de los tipos de interés en Estados Unidos. Como hemos mencionado en los últimos meses, las fases de endurecimiento monetario tienden a penalizar más a las PYME, que tienen dificultades para encontrar bancos o inversores dispuestos a financiar sus gastos de capital. Por lo tanto, cuando piden un préstamo, tienen que pagar una prima de diversa magnitud en comparación con los tipos del Estado. Cuando los tipos públicos suben, esto tiene un doble efecto negativo para estas empresas. Por otra parte, en periodos de relajación monetaria, como ya ocurre en Europa y en la mayoría de las demás partes del mundo (también es probable que la FED inicie pronto un ciclo de bajada de tipos), las perspectivas de financiación de las empresas de pequeña capitalización mejoran y los inversores tienden a volver a este segmento. En nuestra opinión, es demasiado pronto para declarar la victoria de esta temática, pero creemos que probablemente lo peor ya ha pasado y tenemos previsto aumentar esta asignación en nuestras carteras en un futuro próximo. El índice FTSE 100, que incluye los principales valores del Reino Unido, ganó un 1,4% en medio de un clima político cambiante. Tras la decisión de Rishi Sunak de convocar elecciones generales anticipadas, la probabilidad de que los conservadores perdieran el poder en el Parlamento era alta, y no hubo sorpresas. El Partido Laborista, liderado por su hombre fuerte, Keir Starmer, ganó las elecciones y le abrió las puertas del número 10 de Downing Street. Aunque la economía británica está en relativa buena forma y la inflación ha vuelto a su objetivo, el periodo de "hiperinflación" que sufrió el país y los diversos reveses y escándalos políticos de la era Boris Johnson han expulsado del poder al Partido Conservador después de catorce años. Keir Starmer centrará su mandato en la recuperación económica y se propone calentar las relaciones entre Gran Bretaña y la Unión Europea. Parece decidido a emprender reformas sensibles como la nacionalización de los ferrocarriles y la lucha contra la inmigración. Esto podría desencadenar una nueva dinámica en un país que aún digiere las consecuencias del Brexit.

## Tendencias del mercado hasta julio de 2024

Equities in Local Currencies								
End of July	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	1.70%	1.13%	-0.43%	0.70%	1.11%	2.70%	-0.14%	-0.57%
Perf 3 Month	8.06%	9.66%	-0.98%	-5.68%	1.94%	9.38%	3.71%	-4.50%
Perf YTD	12.70%	15.78%	7.77%	-0.15%	9.53%	10.59%	5.96%	0.32%

Commodities				Currencies vs EUR				
End of July	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-4.45%	-6.58%	5.19%	-3.90%	-1.04%	6.18%	0.63%	1.28%
Perf 3 Month	-4.91%	-8.13%	7.06%	-7.67%	-1.48%	3.61%	1.39%	3.16%
Perf YTD	8.74%	4.78%	18.64%	7.78%	1.96%	-4.09%	2.95%	-2.29%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of July	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	2.76%	2.34%	2.04%	2.90%	2.98%	2.38%	1.96%	1.85%
Perf 3 Month	4.26%	5.06%	2.43%	6.08%	4.09%	4.53%	3.89%	4.26%
Perf YTD	-0.49%	1.61%	0.80%	1.27%	-2.33%	1.29%	5.20%	4.11%

Fuente: Bloomberg 31/07/24

Los rendimientos de los bonos tendieron a caer en toda la curva a ambos lados del Atlántico. Los tipos a corto cayeron más que los tipos a largo, lo que provocó una ligera inclinación de las curvas. En Estados Unidos, el rendimiento a 10 años cayó de 36 puntos básicos, hasta el 4,03%, mientras que el rendimiento a 2 años se contrajo de 50 puntos básicos. Lo mismo ocurrió con el rendimiento alemán a 2 años, que retrocedió hasta el 2,53%, el mismo nivel que en febrero de 2024. Es interesante observar que, aunque el diferencial entre el rendimiento estadounidense a 2 años y a 10 años sigue siendo negativo, el diferencial entre el rendimiento a 2 años y a 30 años ha vuelto a ser positivo (+4 puntos básicos).

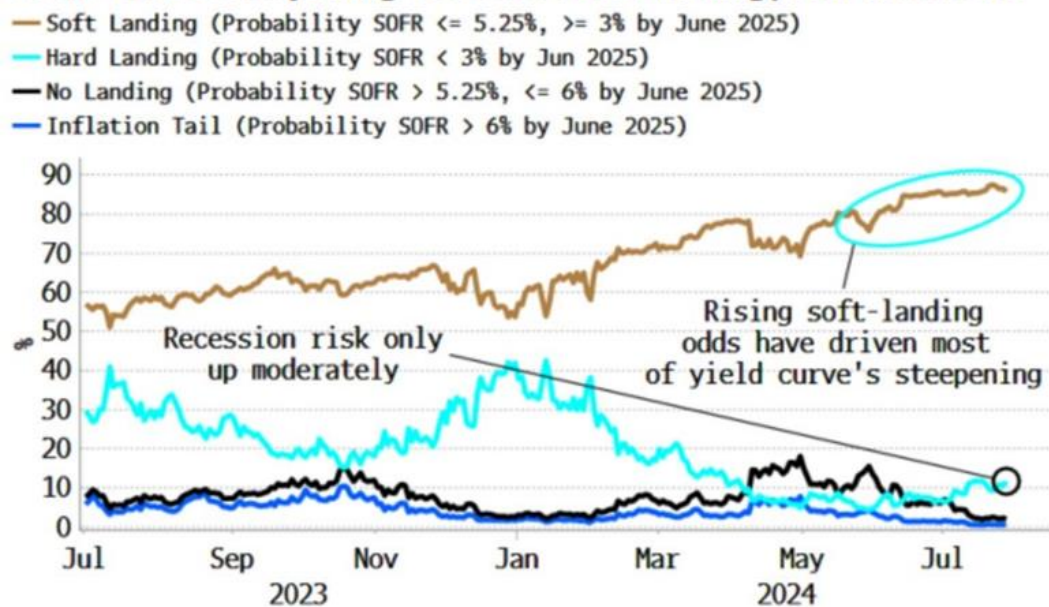
Esta contracción de los rendimientos se produjo en un entorno económico de suerte desigual. Aunque varios indicadores adelantados (como los PMI) sugieren que la ralentización está en marcha, la primera estimación del crecimiento del PIB estadounidense para el segundo trimestre superó con creces las expectativas, situándose en el 2,8%, frente al 2% previsto. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que el consumo de los hogares ha tendido a ralentizarse y que los efectos de base de los inventarios han inflado un poco esta cifra. También hay que recordar que el crecimiento del PIB tiende a ser un indicador rezagado (a menos que tengamos en cuenta la estimación de la Fed de Atlanta (GDPNOW), que se sitúa en el 2,5% e incluye indicadores adelantados en su cálculo).

Mientras que el oro se comportó bastante bien (+2,8%) e incluso se permitió el lujo de cotizar en su máximo histórico (2.483 dólares por onza) durante el mes, otras materias primas sufrieron presiones. Los actuales problemas económicos de China no son la única razón de estos malos resultados. De hecho, aunque la comunidad financiera está impaciente por ver una recuperación de la economía china, las estadísticas económicas publicadas recientemente no apuntan en la dirección correcta. El banco central (PBoC) ha vuelto a bajar los tipos de interés, pero como decíamos a finales del año pasado, estas medidas homeopáticas no bastan para provocar el electrochoque necesario para que el país vuelva a la senda del crecimiento sostenido. El mercado de renta variable chino, que inició un fuerte y prometedor repunte en febrero de este año, parece desvanecerse y dar la impresión de una salida en falso.



Las tendencias de los activos digitales fueron dispares el mes pasado. Ethereum, que bajó un 2,5%, no se benefició realmente (por el momento) de la luz verde dada por la SEC, que permite ahora emitir ETF sobre este activo. En cuanto al Bitcoin (+7,5%), parece haber sido invitado a participar en la campaña presidencial estadounidense a su pesar. El candidato Trump, que estaba totalmente en contra del uso de la moneda digital hasta 2023, parece haberse dado cuenta de que había votos que ganar en la criptocomunidad. En discursos recientes como parte de su campaña presidencial, el Sr. Trump ha hecho numerosas referencias positivas al Bitcoin. Incluso pronunció un discurso en la conferencia Bitcoin de Nashville en el que insinuó que estaba a favor de que Estados Unidos se convirtiera en una reserva estratégica de Bitcoin y de que el país se convirtiera en la criptocapital del mundo. En el lado demócrata, la postura es más escéptica por el momento. Como hemos mencionado varias veces en los últimos años, los inversores van a tener que aceptar la democratización de los activos digitales, que cada vez forman más parte de la vida cotidiana de las personas, y esto sólo puede acelerarse si los candidatos a las elecciones presidenciales de EE.UU. hacen de esto un tema de campaña.

### Yield Curve Steepening Reflects Soft Landing, Not Recession

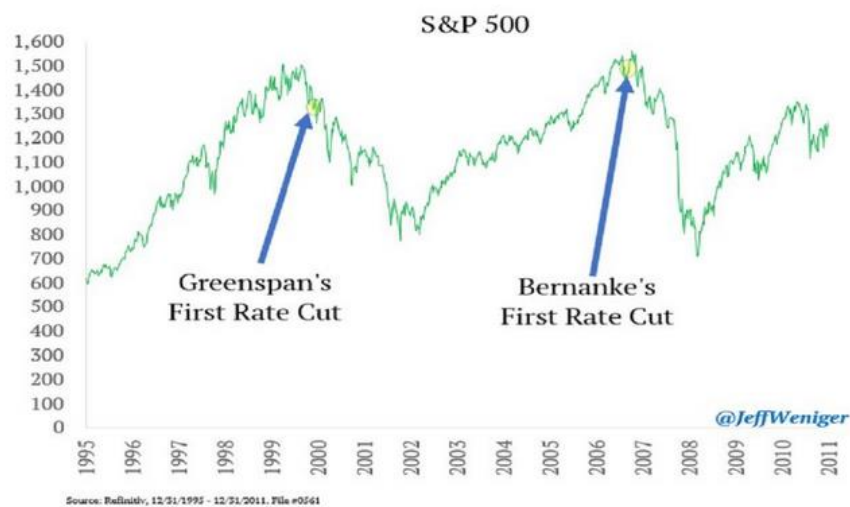


Source: Bloomberg; Macrobond

El banco central británico (BoE) se ha unido "por fin" al club de los bancos centrales que flexibilizan su política monetaria. Tras una votación muy reñida (5 votos a favor de un recorte frente a 4 a favor del statu quo), el comité decidió realizar su primer recorte desde 2020, reduciendo su tipo de interés oficial al 5% (-25 puntos básicos). Aunque la decisión no fue unánime, parece relativamente lógica dada la evolución económica del país en los últimos meses. La inflación británica ha vuelto al objetivo del 2%, mientras que el mercado laboral se relaja progresivamente. Lo mismo puede decirse del Banco Central Canadiense (BoC), que bajó los tipos 25 puntos básicos por segunda vez consecutiva. A finales de mes, todas las miradas estaban puestas en la Fed, que se reunía para su turno.

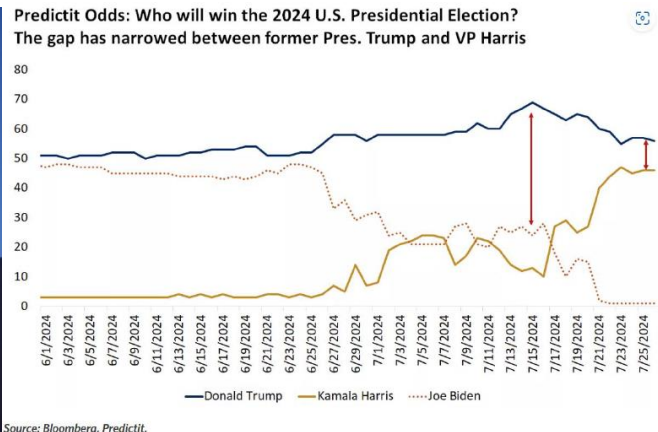


Aunque el consenso no esperaba movimientos de tipos en esta reunión, la comunidad financiera esperaba obtener información tangible sobre la evolución de la política monetaria estadounidense y el calendario de la (probable) futura bajada de tipos por parte de la institución. El Sr. Powell no fue tan claro como el consenso hubiera esperado. Aunque confirmó que la actividad económica se estaba ralentizando y que el mercado laboral mostraba signos de una relajación gradual, dio a entender que el Banco seguiría vigilando la evolución estadística ("*dependencia de los datos*") antes de tomar ninguna decisión. El consenso, que apostaba por una primera bajada en septiembre, se ha visto algo decepcionado, por lo que tendrá que esperar a la reunión anual de las principales autoridades monetarias en Jackson Hole a finales de agosto para esperar un panorama más claro. Como decíamos antes, el Banco Central Japonés (BoJ) suena con una nota completamente distinta, al haber decidido subir los tipos en 15 puntos básicos, hasta el 0,25%, lo que ha acentuado la reversión de las *operaciones de carry trade* a pesar de que la economía japonesa se está ralentizando.



Han sido unas semanas agitadas en el frente político. Ya hemos mencionado el cambio de primer ministro en el Reino Unido, Francia navega a ciegas sin gobierno (al menos hasta el final de los Juegos Olímpicos) y el índice de popularidad del Gobierno alemán está en mínimos históricos. En Estados Unidos se ha hecho historia con el intento de asesinato del señor Trump. Por extraño que parezca, un hombre armado consiguió situarse en un tejado a 150 metros del expresidente estadounidense en un mitin de campaña en Pensilvania y dispararle durante su discurso. Como todos han podido leer, se dispararon varias balas; una de ellas impactó en la oreja derecha del candidato presidencial y el ataque se saldó con un miembro del público muerto. El suceso obligó a dimitir al jefe del *Servicio Secreto* estadounidense (encargado, entre otras cosas, de proteger a los candidatos presidenciales) y disparó la popularidad de Trump en las encuestas. Esta popularidad cayó rápidamente cuando, pocos días después del atentado, el presidente Biden anunció su retirada de la carrera por la reelección y apoyó a su actual vicepresidenta Kamala Harris. Esta última recibió rápidamente el apoyo de los pesos pesados del partido, como los Clinton y los Obama. Salvo sorpresa mayúscula en la convención demócrata del 19 al 22 de agosto, que decidirá el candidato oficial del partido, se espera que Harris desafíe a Trump en noviembre.

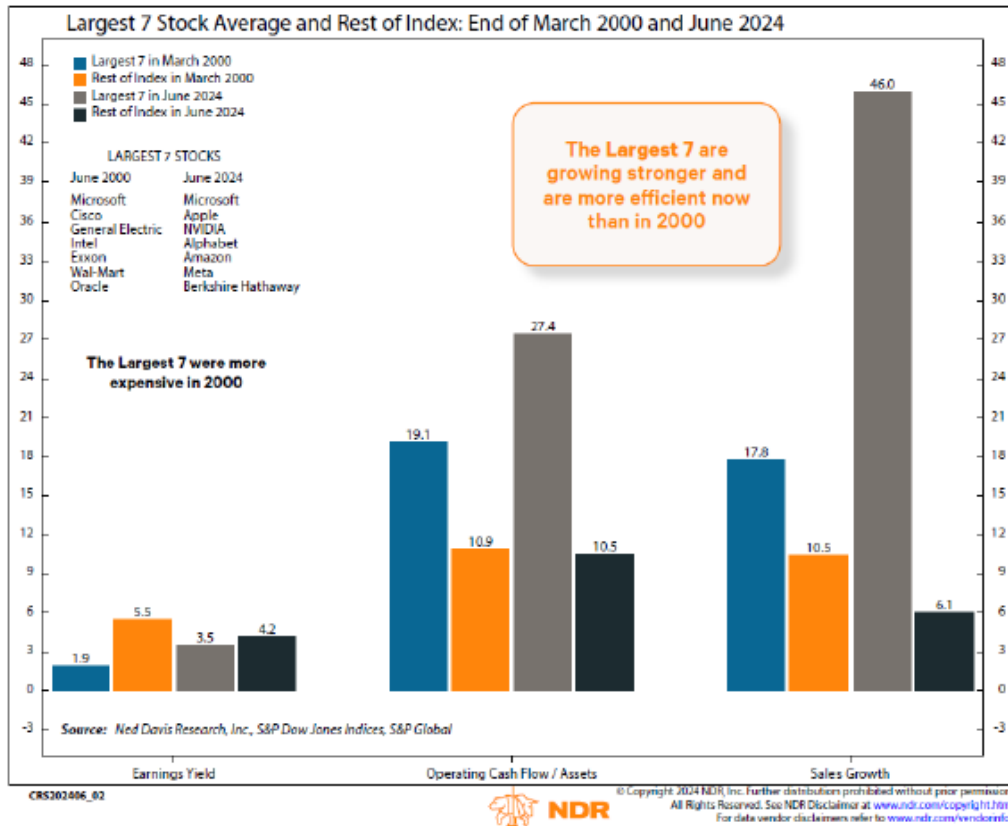
Como puede ver, esta campaña electoral va a estar llena de sorpresas. Ya podemos decir que pasará a los anales de la historia.



Los inversores más escépticos suelen señalar que los mercados de renta variable cotizan con valoraciones elevadas. Es cierto que el S&P 500 cotiza actualmente a un PER (Price-Earning Ratio) de 21 veces, mientras que la media histórica de los últimos veinte años se ha situado en torno a las 17 veces. Según este ratio, el mercado estadounidense no es "barato". Un análisis un poco más detallado revela que son un puñado de empresas las que inflan este ratio a nivel de índice. Se trata de gigantes tecnológicos como Alphabet, Microsoft y Nvidia. Si excluimos las 10 empresas "más caras", el PER del S&P500 se sitúa en 17 veces. Al otro lado del Atlántico, el índice Stoxx Europe 600 también cotiza cerca de su media histórica, lo que nos lleva a concluir que, a pesar de la reciente subida de los mercados de renta variable, la valoración del conjunto del mercado bursátil no es indecente. Tanto más cuanto que la gran mayoría de las empresas que componen estos índices ofrecen trimestre tras trimestre excelentes resultados y perspectivas alentadoras. En nuestra carta anterior, mencionábamos que los inversores castigaban duramente a las empresas que decepcionaban en el frente de las previsiones, lo cual es lógico cuando las previsiones son perfectas. El hecho es que, en la inmensa mayoría de los casos, las empresas ofrecen lo que los inversores esperan de ellas, o incluso mejor. Hasta la fecha, alrededor de la mitad de las empresas del S&P500 han publicado sus resultados del 2º trimestre, y cabe señalar que cerca del 79% han informado por encima de las expectativas. Aunque no puedan evitarse correcciones temporales, seguimos confiando en los mercados de renta variable mientras se mantenga la calidad de los resultados, que suele ser un indicador de un mercado alcista.



Today's Largest 7 are cheaper and of higher quality vs. 2000

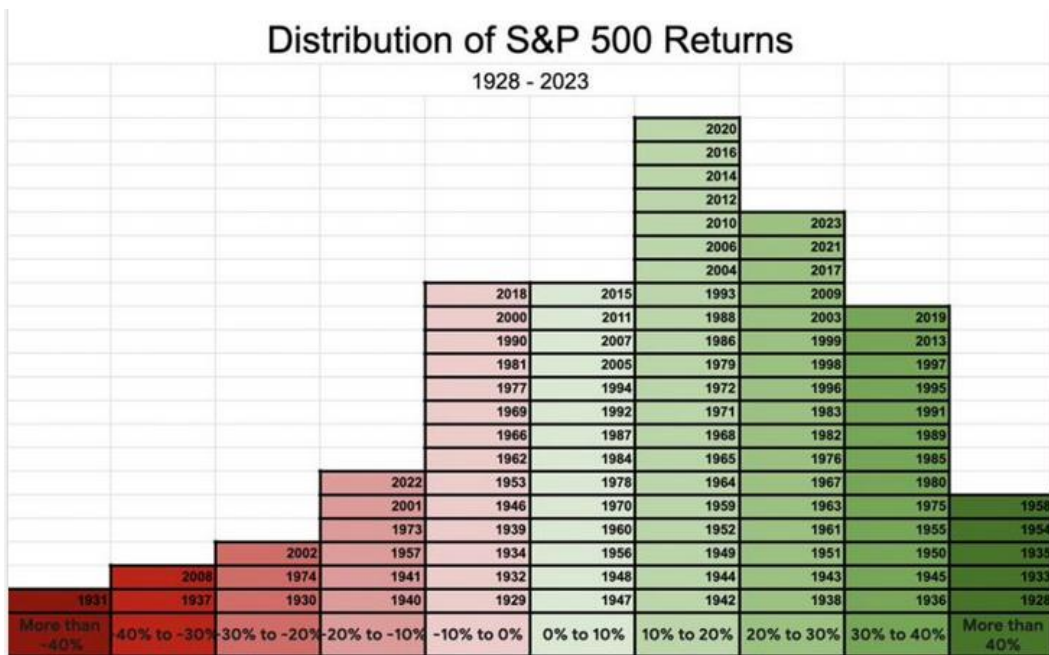


La situación geopolítica en Oriente Medio sigue siendo tensa. Como ya hemos dicho en varias ocasiones, debemos estar atentos a ella e incluirla en nuestros escenarios, sin construir nuestras carteras para el peor de los casos. La inflación sigue dirigiéndose hacia el objetivo y la economía se ralentiza (por fin) en la mayor parte del mundo. Por tanto, podemos deducir que los esfuerzos de los bancos centrales empiezan a dar sus frutos. Las empresas siguen resistiendo, tanto en términos de calidad de los balances como de márgenes de beneficios. El nuevo acuerdo podría llegar con el desenlace de las *operaciones de carry trade* que hemos explicado anteriormente. Esto podría traer una considerable volatilidad a los mercados en las próximas semanas. Por lo tanto, los inversores deberán seguir de cerca la evolución de la política monetaria del Banco de Japón, que repercutirá, más que nunca, en los activos occidentales. Nosotros tenderíamos a aprovechar cualquier exageración a la baja para comprar empresas de calidad a buenos precios.

Les deseamos un excelente mes de agosto y unas magníficas vacaciones a quienes tengan la suerte de poder disfrutarlas.



Gráficos de bonificación :



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