

## Revisión del mercado agosto 2023

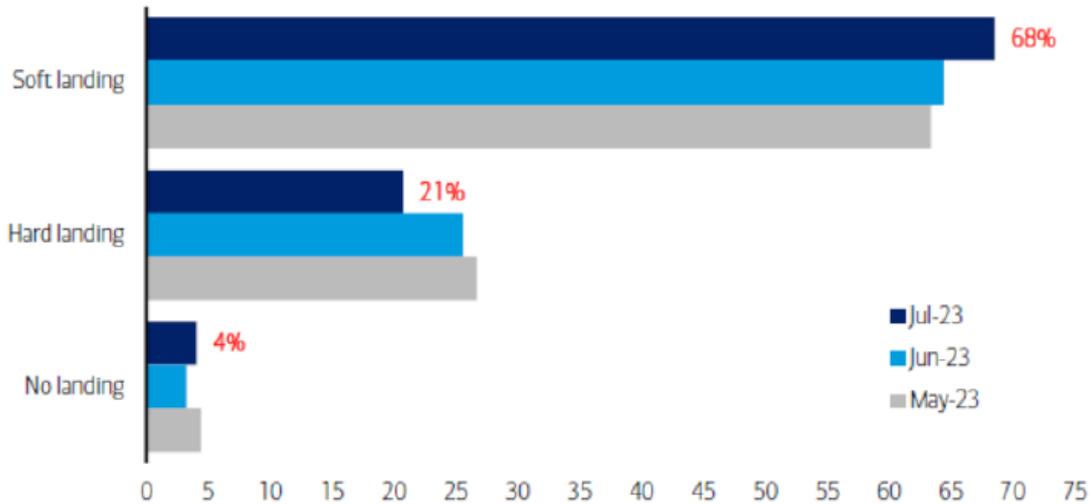


La tendencia alcista parece no tener freno. A pesar de un contexto geopolítico que sigue siendo inestable y de unos bancos centrales restrictivos, los mercados de renta variable volvieron a orientarse bien en julio. La mayoría de los índices occidentales ganaron entre un 2% y un 5%, lo que permitió a algunos de ellos alcanzar sus niveles más altos del año y subir con fuerza desde finales de 2022. La gran mayoría de los índices han recuperado entre el 90% y el 95% de las pérdidas del año pasado, y ahora se encuentran a sólo unos pocos puntos porcentuales de sus máximos históricos. Otros, como el Eurostoxx50, incluso se han permitido el lujo de superar esta barrera. Por otro lado, podemos ver que las pequeñas y medianas empresas están obteniendo peores resultados. El Russell 2000, por ejemplo, ha recuperado el 80% de sus pérdidas de 2022 y aún necesita subir más del 20% para superar su nivel de noviembre de 2021. Un buen número de agencias de bolsa han revisado sus previsiones para el ciclo económico, al tiempo que hacían su "mea culpa". De hecho, para la mayoría de ellas, como Goldman Sachs y Morgan Stanley, la probabilidad de que la economía estadounidense (y, por extensión, la mundial) cayera en recesión antes de finales de 2023 en medio del endurecimiento monetario más brutal de los últimos 40 años era muy alta. En las últimas semanas, dada la resistencia del mercado laboral y de los consumidores estadounidenses, algunos economistas han cambiado de tono y se han vuelto más optimistas sobre el crecimiento del PIB estadounidense. Aunque algunos pronostican una recesión en 2024, el consenso se inclina ahora por un aterrizaje suave.



### Chart 8: ...but a “soft landing” the most likely global outcome

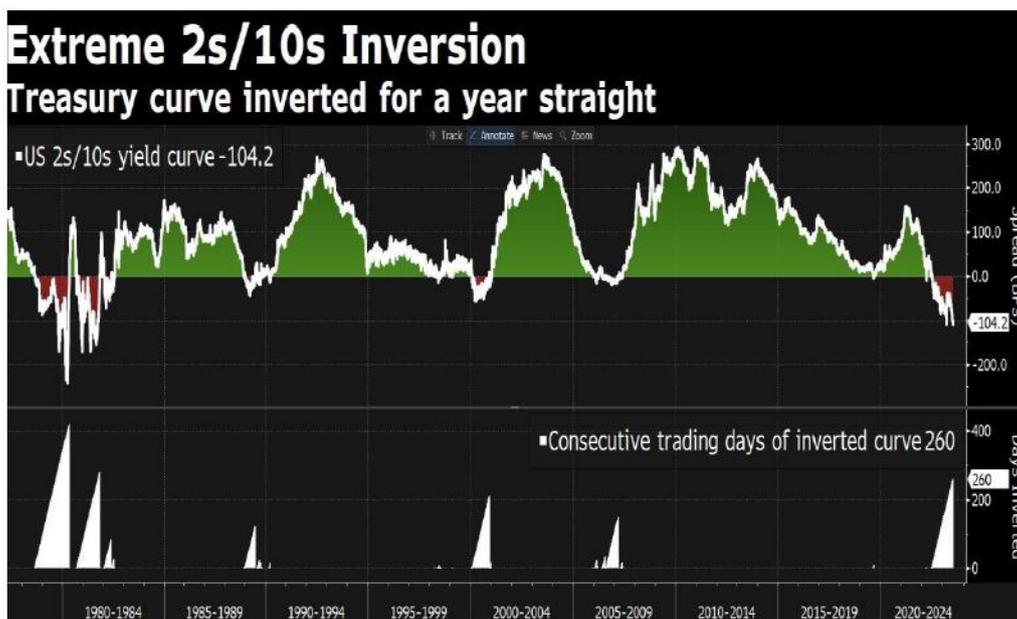
What is the most likely outcome for the global economy in the next 12 months?



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

En cuanto a los tipos de interés, la tendencia sigue siendo alcista. Tras coquetear con el nivel del 5%, el rendimiento estadounidense a 2 años terminó cerca de sus máximos, mientras que el rendimiento a 10 años rondó el 4%. El diferencial entre estos 2 rendimientos se mantiene en niveles históricos de -100 puntos básicos. Más del 95% de la curva de tipos estadounidense está invertida. Aunque los tipos nominales son más bajos en Europa, la tendencia es la misma, lo que no es de extrañar dado que los bancos centrales de estas dos zonas aplican políticas monetarias similares. Esto mantiene inevitablemente la presión sobre el mercado de renta fija en su conjunto, que a diferencia de la renta variable está muy lejos de recuperar sus pérdidas de 2022.





Aunque la tendencia ha sido a la baja desde principios de año, la mayoría de las materias primas han repuntado desde el comienzo del verano. El índice Bloomberg de materias primas ha subido más de un 10% desde sus mínimos de mayo, gracias sobre todo a la fuerte recuperación del petróleo. El deseo del Gobierno estadounidense de reponer sus existencias y los recientes anuncios de recortes de producción por parte de la OPEP han permitido al petróleo encontrar un punto de inflexión y rebotar desde el soporte de los 66 dólares. Es difícil saber a estas alturas si este rebote será duradero, pero con unas perspectivas económicas menos sombrías en Estados Unidos y un gobierno chino ansioso por reactivar su economía, todo apunta a que el petróleo volverá a situarse en una horquilla de precios de entre 90 y 100 dólares por barril, a pesar de las colosales inversiones previstas en los próximos años para financiar la transición energética. La decisión de Rusia de retirarse del acuerdo con Ucrania sobre la exportación de cereales a los países africanos a través del Mar Negro ha traído volatilidad a los precios de los cereales. Tras este anuncio, los futuros del trigo y el maíz subieron rápidamente casi un 20%, para volver a la casilla de salida pocos días después. A modo de recordatorio, fue este acuerdo, entre otros, el que permitió que el Índice de Precios de los Alimentos de la FAO se desinflara tras haber subido bruscamente entre junio de 2020 y marzo de 2022. Este índice suele utilizarse como indicador de hambruna en todo el mundo, especialmente en los países africanos. El metal amarillo también tuvo un buen comportamiento en julio (+2,38%), pero actualmente lucha por encontrar la fuerza necesaria para superar su resistencia de entre 2.000 y 2.050 dólares por onza. La consolidación de las materias primas desde principios de año no pone en entredicho la tendencia secular de este segmento. Seguimos convencidos de que la transición energética generará una fuerte demanda durante la próxima década y mantendrá la presión alcista sobre los precios de los metales en particular. El oro, el cobre y el litio figuran entre nuestros favoritos.

### Tendencias del mercado hasta julio de 2023

End of July	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	3.29%	3.11%	1.64%	1.32%	0.51%	0.26%	5.80%	4.48%
Perf 3 Month	8.05%	10.06%	2.57%	0.08%	4.33%	-1.12%	7.15%	-0.36%
Perf YTD	17.74%	19.52%	17.86%	15.82%	17.16%	5.40%	9.47%	3.69%

End of July	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	15.80%	14.23%	2.38%	6.21%	-0.81%	0.62%	0.29%	1.90%
Perf 3 Month	6.54%	7.57%	-1.25%	2.75%	0.20%	-4.09%	2.34%	2.78%
Perf YTD	1.92%	-0.41%	7.73%	5.49%	-2.65%	-10.26%	3.33%	3.21%

End of July	Bloomberg Indices Bonds Total returns							
	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	0.69%	-0.07%	0.17%	-0.62%	-2.11%	0.90%	1.96%	1.18%
Perf 3 Month	-1.28%	-1.51%	0.20%	-3.29%	-1.79%	-0.20%	3.35%	1.92%
Perf YTD	2.13%	2.02%	2.42%	0.96%	1.45%	4.34%	7.29%	4.52%

Fuente: Bloomberg 31/07/23.



Además de la publicación de los resultados empresariales del 2<sup>do</sup> trimestre, que en conjunto no depararon sorpresas desagradables, fueron las reuniones de los bancos centrales las que acapararon la atención de los inversores en julio. En primer lugar, la Fed subió su tipo de interés oficial un 0,25%, hasta una horquilla de entre el 5,25% y el 5,50%, el nivel más alto desde 2001, tal y como esperaba ampliamente el consenso. En la rueda de prensa posterior al anuncio, el presidente Jerome Powell confirmó que la batalla contra la inflación no había terminado, pero que la caída de la inflación era alentadora. También anunció que no se esperaba un recorte de tipos antes de 2024, pero que el primero podría llegar antes de que la inflación alcanzara su objetivo del 2%. Las futuras publicaciones de estadísticas económicas seguirán determinando el curso de la política monetaria ("dependencia de los datos"). El mercado ha interpretado estos comentarios como relativamente moderados y, por tanto, cree que el final del ciclo de subidas de tipos se acerca lenta pero inexorablemente. Dado que estos anuncios eran ampliamente esperados, los tipos a corto tendieron a mantenerse relativamente estables tras el discurso. Al día siguiente, el tono fue más o menos el mismo al otro lado del Atlántico. Como se esperaba, la Sra. Lagarde confirmó la decisión de la institución europea de subir los tipos en 25 puntos básicos, hasta el 4,25%, y también dio a entender que las futuras acciones del BCE dependerían de la evolución de las estadísticas económicas en la zona euro. El Banco de Japón, por su parte, sembró el pánico entre los interesados en su mercado. Como hemos mencionado en varias ocasiones, a diferencia de los bancos centrales occidentales, el Banco de Japón adopta una política monetaria ultra-acomodaticia y controla con puño de hierro toda la curva de rendimientos. A finales de julio, su Presidente, el Sr. Ueda, sorprendió a los inversores al anunciar que ampliaba la banda de fluctuación de los tipos de interés del 0,5% al 1%. Esto se interpretó como el inicio de un cambio en la política monetaria y tendió a impulsar el yen al alza. Sin embargo, las esperanzas duraron poco, ya que al día siguiente el mismo banco central anunció un nuevo programa de recompra de bonos por valor de 300.000 millones de yenes, es decir, algo más de 2.000 millones de dólares. Como suele ocurrir, el Nikkei reaccionó en dirección opuesta a la divisa, cayendo inicialmente antes de recuperarse muy rápidamente. El índice ha subido más de un 27% en moneda local desde principios de año, mientras que la divisa japonesa ha caído un 8,5% en el mismo periodo.

The Japanese Stock Market's "Margin of Safety" Over Government Bonds Far Exceeds the U.S.				
Country	10-Year Government Bond Yield	Forward P/E Ratio, Equal-Weighted Basket	Earnings Yield (Reciprocal of P/E Ratio)	Earnings Yield Minus Bond Yield
United States	3.85%	20.1	4.98%	1.13%
Japan	0.46%	15.2	6.58%	6.12%

Source: Refinitiv, WisdomTree Digital Portfolio Developer. Bond yields as of 7/20/2023. Forward P/E ratios as of 6/30/2022. Baskets are the S&P 500 and the MSCI Japan Index. File #0536

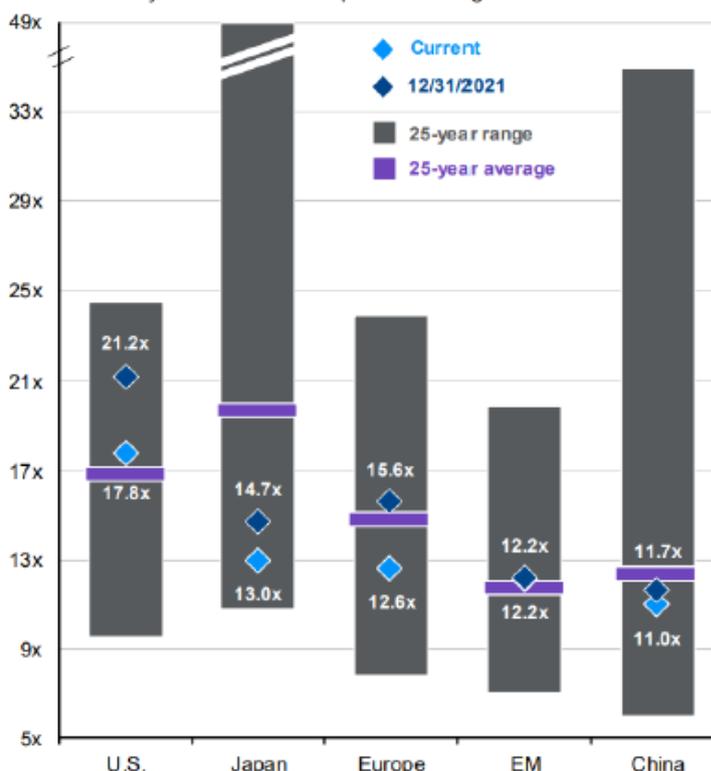
@JeffWeniger



Como mencionamos en nuestras últimas cartas, la magnitud de la recuperación económica de China ha sido decepcionante desde la reapertura del país. Aunque el PBOC mantiene una política monetaria acomodaticia, la actividad económica carece de vigor y el índice PMI manufacturero se encuentra en territorio de contracción (por debajo de 50) desde abril. El mercado inmobiliario está estancado, con los agentes aún muy endeudados, mientras que el consumo interno se estanca. Esto es probablemente lo que ha llevado al Buró Político del Comité Central del Partido Comunista Chino (Politburó) a adoptar un tono más acomodaticio al informar sobre su última cumbre. El Gobierno pondrá en marcha una amplia operación de estímulo para revitalizar el crecimiento del país. En efecto, aunque el PIB chino creció un 6,3% en el 2<sup>do</sup> trimestre, el objetivo a largo plazo del Gobierno del 5,5% anual no puede garantizarse, sobre todo si la inversión y el consumo no se aceleran. Por el momento, no se han anunciado muchas medidas concretas, pero parece que pronto se relajarán las normas de acceso a la propiedad, evitando al mismo tiempo animar a los chinos a especular con inmuebles. En breve deberían anunciarse otras medidas más orientadas al consumidor. Aunque los inversores que esperaban un estímulo fiscal concreto se quedaron con las ganas, el mercado chino se benefició de estos anuncios. El índice HSCEI ganó un 7,4% en el mes, registrando por fin un comportamiento positivo desde principios de año, mientras que el índice CSI300, que suele representar a las empresas nacionales, ganó un 4,5% en julio y sube un 3,7% en los 7 primeros meses del año. Este mercado irá a la zaga de los índices europeo y estadounidense en 2023. Los principios de "prosperidad compartida" aplicados por Pekín desde 2021 han ahuyentado a muchos inversores occidentales. Aunque "el partido dirigente ante todo", parece que, para evitar cualquier malestar social, la recuperación económica vuelve a ser una prioridad para el Gobierno.

### Global valuations

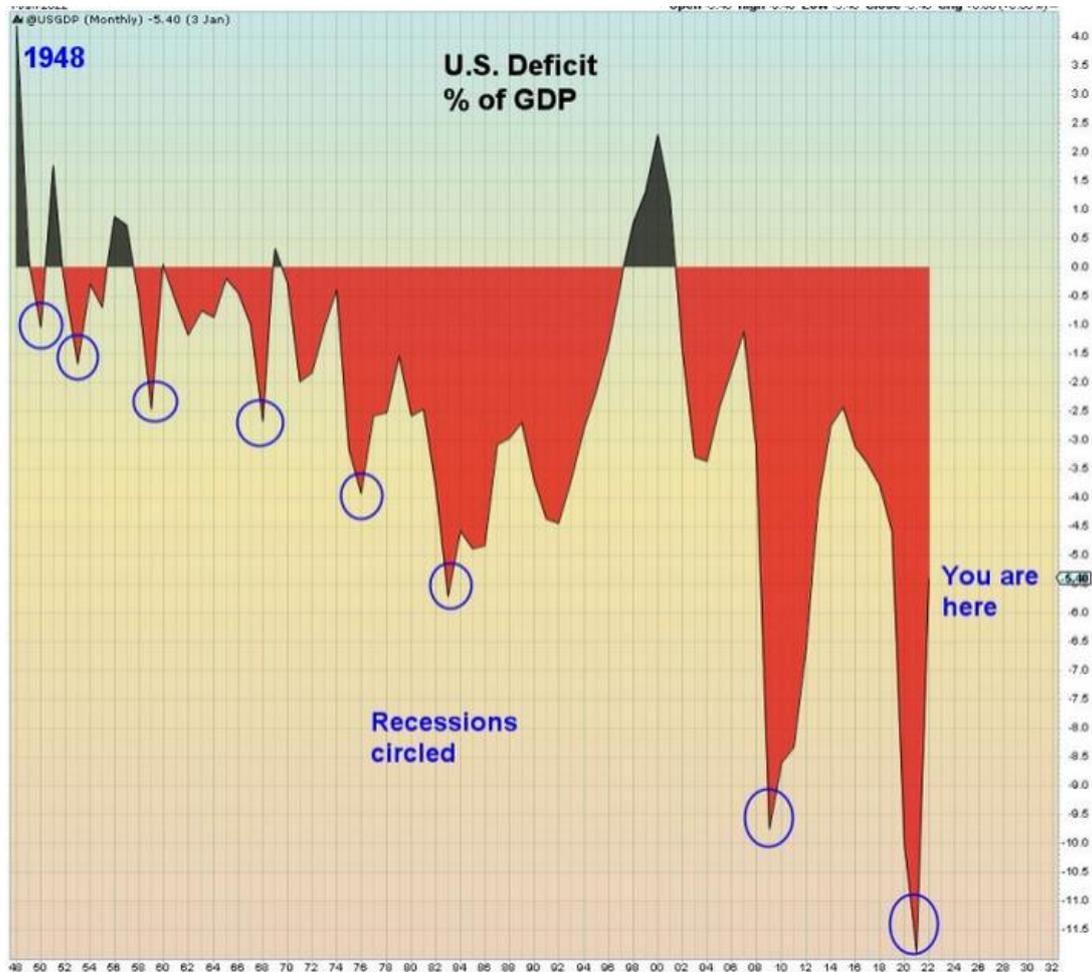
Current and 25-year next 12 months price-to-earnings ratio



Fuente : JP Morgan



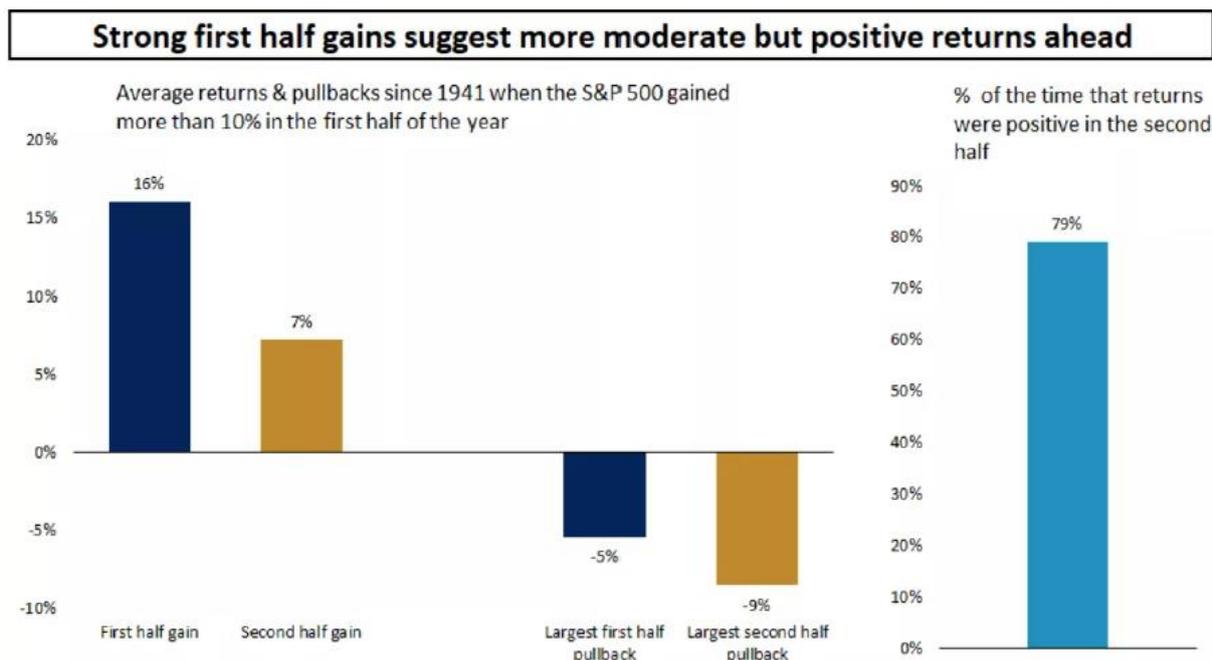
Los rumores circulaban desde hace varias semanas, ¡pero por fin se ha conocido la noticia! Después de S&P en 2011, su homóloga, Fitch, ha anunciado que rebaja la calificación de Estados Unidos de AAA a AA+. Al parecer, el acuerdo sobre el techo de la deuda alcanzado en el último minuto del mes de mayo no fue suficiente para convencer a los economistas de la agencia de calificación de mantener su "máxima calificación". Los principales argumentos esgrimidos fueron, en primer lugar, el déficit cada vez mayor y, en segundo lugar, la erosión de la gobernanza, que ha dado lugar a repetidos conflictos políticos que han puesto al país en una mala situación durante las dos últimas décadas. Por extraño que pueda parecer, cuando S&P rebajó la rentabilidad de la deuda estadounidense a 10 años en 2011, esta tendió a caer... de hecho, la decisión desencadenó una oleada de "huida hacia la calidad" entre los inversores, ya que la deuda estadounidense seguía siendo una de las más seguras del mundo. El índice S&P500 perdió rápidamente un 10%, pero sólo unas semanas después se habían recuperado las pérdidas. Dado que la rebaja de Fitch se ha producido hace tan sólo unas horas, es demasiado pronto para sacar conclusiones, pero hay que decir que la reacción de los inversores sigue siendo bastante moderada por el momento. Hay que señalar, sin embargo, que la decisión ha sido criticada con dureza tanto por representantes gubernamentales, como Janet Yellen, como por economistas independientes. La principal crítica dirigida a la agencia de calificación es que el momento no es el adecuado, en un momento en el que la situación económica del país está mejorando... El hecho es que desde que se levantó el techo de la deuda, Estados Unidos ha aumentado su deuda de 31,4 billones a más de 32,5 billones, es decir, un billón más en el espacio de unas pocas semanas. A mediar.





Hay que decir que, desde principios de año, los inversores ven el vaso medio lleno. Esto puede explicarse por el hecho de que el año pasado el grado de pesimismo alcanzó su punto álgido. Por supuesto, sigue habiendo algunas áreas de riesgo que hay que vigilar, como el mercado inmobiliario, que se ha llevado la peor parte de las recientes subidas de tipos. La inversión de la curva de tipos también invita a la prudencia. Por otra parte, las empresas están funcionando relativamente bien, como demostraron en el último trimestre. Algunos segmentos sufrieron más que otros, pero en general los resultados fueron de buena calidad, aunque no pueda descartarse una futura presión sobre los márgenes dado el nivel actual de los tipos de interés. Para las empresas que tienen mucho efectivo, los tipos altos incluso tendieron a mejorar los resultados gracias a la rentabilidad percibida de sus activos líquidos. A pesar de la elevada inflación y del ciclo de subidas de tipos más rápido de los últimos 40 años, la resistencia del mercado laboral y de los consumidores ha sorprendido a muchos. La llegada de la inteligencia artificial y las ganancias de productividad que conlleva también abogan a favor de una tendencia positiva del mercado. Teniendo en cuenta que la subida de los mercados desde principios de año se ha basado principalmente en los múltiplos, por supuesto no somos inmunes a una corrección en los próximos meses, pero si hemos de creer a los dirigentes de las empresas cotizadas, el horizonte parece despejarse un poco.

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



**Aviso jurídico:**

Estos documentos están dirigidos exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que hayan firmado un mandato de gestión y hayan expresado su deseo de recibir este tipo de información y documentos (como análisis financieros, notas de investigación, informes y comentarios de mercados o resúmenes). Estos documentos no pueden distribuirse a terceros. La información y opiniones (incluidas las posiciones) que aparecen en ellos tienen carácter exclusivamente informativo y no pueden considerarse una solicitud, oferta o recomendación para vender o comprar valores mobiliarios o de cualquier otro instrumento financiero en ningún territorio en el que dicha oferta o solicitud quede prohibida por la ley, o para la que la persona que realice la oferta o solicitud no cuente con la licencia o autorización reglamentaria a tal efecto o en caso de que dicha oferta o solicitud sea contraria a la normativa local. Cualquier oferta o solicitud prohibida se considerará nula y Weisshorn Asset Management ignorará todas las comunicaciones que reciba a este respecto. El rendimiento pasado no puede considerarse una indicación ni garantía del rendimiento actual o futuro y no se realiza ninguna afirmación o garantía expresa o implícita acerca del rendimiento futuro. Se aconseja a los clientes que busquen asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y riesgos asociados a cualquier operación financiera antes de empezar a invertir o realizar cualquier operación.