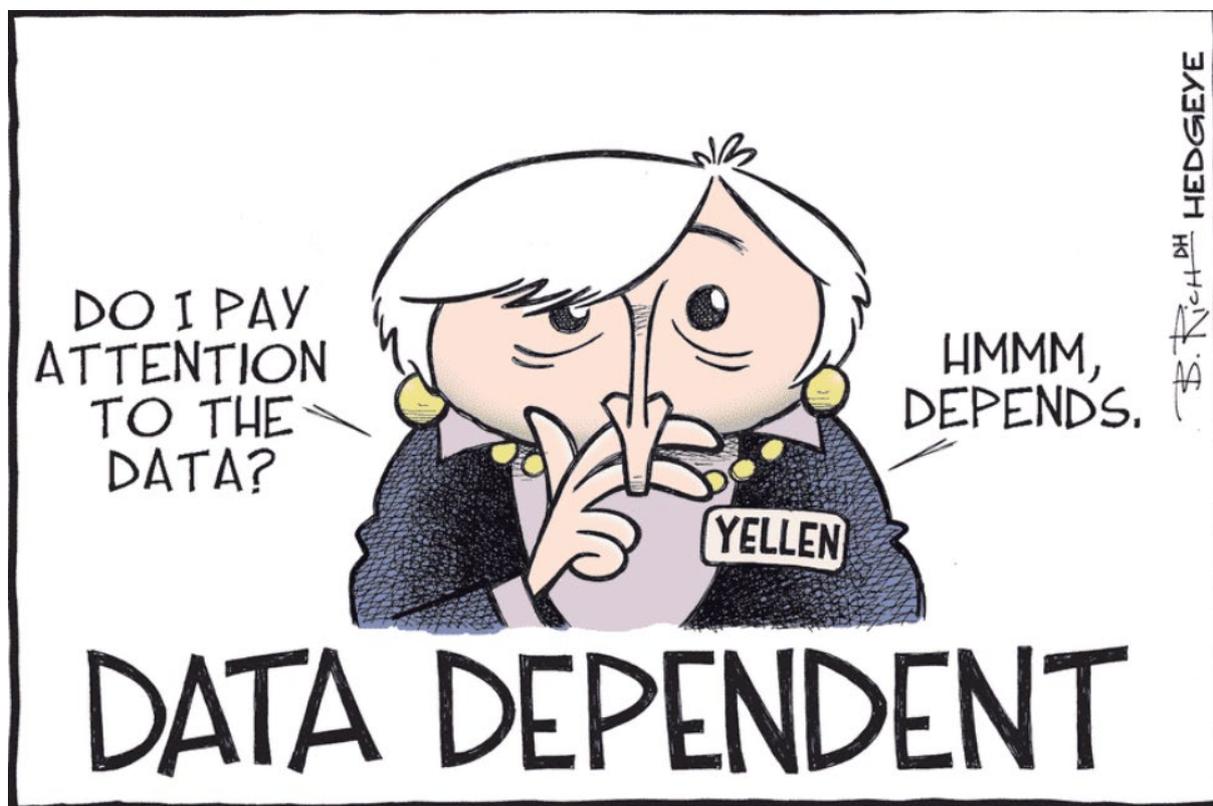
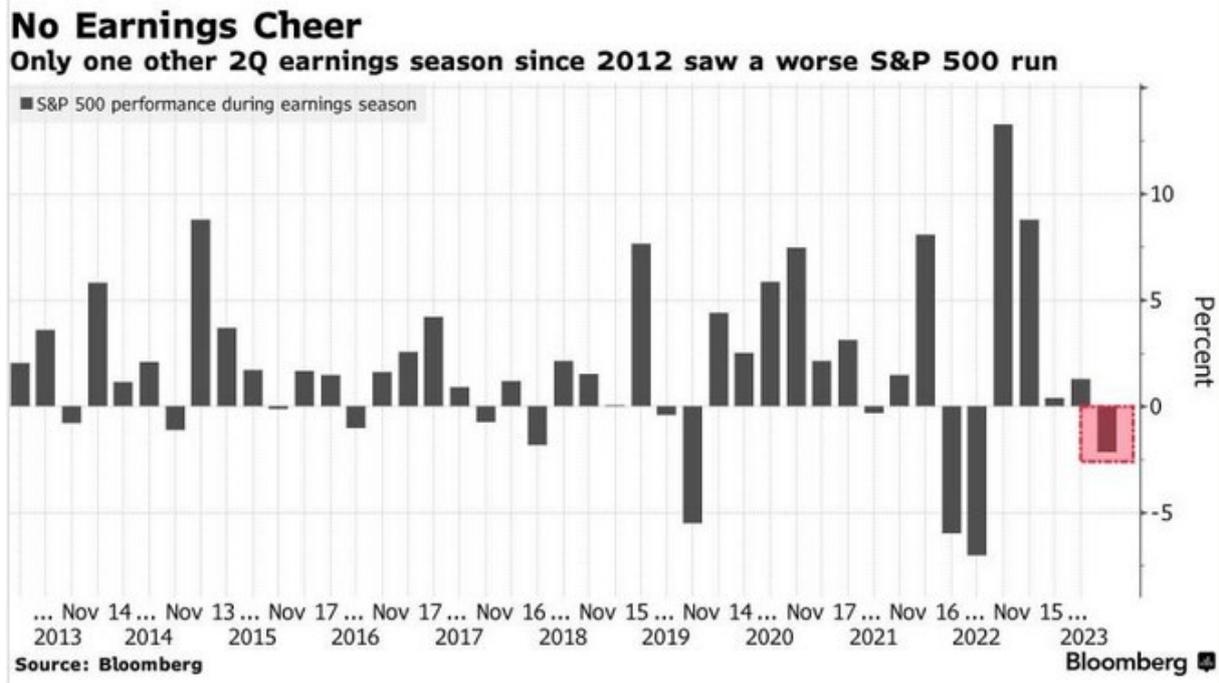


Revisión del mercado septiembre 2023



Los mercados de renta variable se estancaron en agosto. Aunque hubo varias razones por las que los inversores se mostraron cautos, parece que la publicación de los resultados del 2do trimestre fue uno de los principales motivos de esta consolidación. En efecto, a pesar de que los beneficios globales fueron buenos en el contexto actual, las penalizaciones fueron severas para las empresas que decepcionaron, y en particular para las que no lograron elevar o confirmar las expectativas para finales de año. Tras el fuerte repunte de la renta variable iniciado en otoño de 2022, los inversores son ahora más exigentes y sólo aceptan los actuales niveles de valoración si van acompañados de sólidas orientaciones. La preocupación por la salud del mercado inmobiliario chino y sus mediocres datos estadísticos también han añadido su cuota de perplejidad para los inversores, que, cabe recordar, apostaban fuerte por la reapertura de la economía china para evitar una recesión mundial. Con todo, la caída mensual de los índices bursátiles sigue siendo relativamente contenida. A excepción del Shanghai Shenzhen CSI300, que incluye los valores nacionales chinos, que cayó más de un 6% y ha vuelto así a terreno negativo desde principios de año, los principales índices mundiales perdieron entre un 1,5% y un 4%. El índice Eurostoxx50 fue uno de los que peores resultados obtuvo durante el mes, ya que algunas empresas tecnológicas, como Adyen (-54,3%) e Infineon (-17,5%), no lograron convencer a los inversores con sus resultados. Lógicamente, los sectores más defensivos, como consumo básico y sanidad, aguantaron mejor, con variaciones mínimas.



La atención de los inversores también se centró en la evolución de los tipos de interés a ambos lados del Atlántico. En un entorno en el que la inflación sigue bajando, aunque a un ritmo más lento de lo previsto, la volatilidad sigue siendo elevada en toda la curva. En Estados Unidos, por ejemplo, tras la fuerte subida de junio, los rendimientos se fortalecen en niveles elevados. Mientras que los rendimientos a corto plazo son relativamente estables (el rendimiento estadounidense a 2 años se ha mantenido prácticamente sin cambios en torno al 4,85%), los rendimientos a largo plazo han tendido al alza, con el rendimiento a 10 años superando fácilmente la barrera psicológica del 4% para alcanzar un máximo del 4,36% antes de retroceder ligeramente. Este nivel representa un máximo de 16 años. La curva de rendimientos estadounidense sigue invertida y se mantiene en territorio negativo (-70 puntos básicos entre los rendimientos a 10 y 2 años), pero se aleja de su mínimo de -100 puntos básicos. En Europa, en cambio, los rendimientos han variado muy poco, tanto en el extremo largo como en el corto de la curva. Los recientes comentarios de los miembros del BCE, y en particular de la presidenta Lagarde, sugieren que el ciclo de subidas de tipos del BCE está (ya) llegando a su fin. Tras 2 meses consecutivos a la baja, el billete verde tendió a repuntar en agosto. El índice dólar subió un 1,73%, lo que pesó sobre las materias primas y, en particular, sobre el oro (1,27%). Por el momento, el metal amarillo parece carecer de fuerza para superar su resistencia de 2.000 dólares la onza. También bajaron la mayoría de los metales, como la plata (-1,23%) y el cobre (-5,88%). La debilidad de la recuperación económica de China es el principal motivo de esta presión. El petróleo, por su parte, se beneficia de los recortes de producción de la OPEP y de la caída de las reservas estratégicas estadounidenses, y se permite el lujo de cerrar un tercer mes consecutivo al alza (+2,2% a 83,63 \$ por barril). Además, ha comenzado la temporada de huracanes, que podría seguir presionando al alza el precio del oro negro.



Hacia mucho tiempo que no hablábamos del gas natural. Hace exactamente un año, no pasaba un día sin que la prensa mencionara la evolución de su precio y surgieran dudas sobre si las reservas serían suficientes para pasar el invierno, en un momento en que la Unión Europea intensificaba las sanciones contra Rusia en represalia por su intervención hostil en suelo ucraniano. Recuerde: los precios europeos del gas se dispararon hasta superar los 300 euros por Megawatt hora (Mwh) en septiembre de 2022 por temor a la escasez, ya que Rusia cerró los grifos a Europa. Al final, gracias a un invierno suave y a la concienciación de hogares y empresas, la tan temida escasez afortunadamente no se materializó y los precios volvieron a caer por debajo de los 30 euros por Mwh. En las últimas semanas, las amenazas de huelga en Australia han alejado el fantasma de la escasez. Los precios han vuelto a subir, aunque con considerable volatilidad, pero sin acercarse a los niveles extremos alcanzados el año pasado.



Otra palabra sobre los activos digitales, que tuvieron un mes complicado en agosto, con Bitcoin y Ethereum perdiendo ambos casi un 11%. A pesar de ello, siguen dominando el ranking de rentabilidad desde principios de año, con ganancias del 57,6% y el 37,8% respectivamente. Cabe recordar, no obstante, que en 2022 estos mismos activos habían cedido más de un 60%. Es interesante observar que la correlación con el S&P500 ha tendido a caer en los últimos meses, (re)diversificando esta volátil clase de activos, que lucha por encontrar su lugar ante la continua y elevada presión regulatoria. Sin embargo, la democratización de esta clase de activos debería seguir avanzando poco a poco. De hecho, la victoria de Grayscale contra la SEC sobre la cuestión de su ETF de Bitcoin es quizás un presagio de una relajación de la presión reguladora.

Tendencias del mercado hasta finales de agosto de 2023

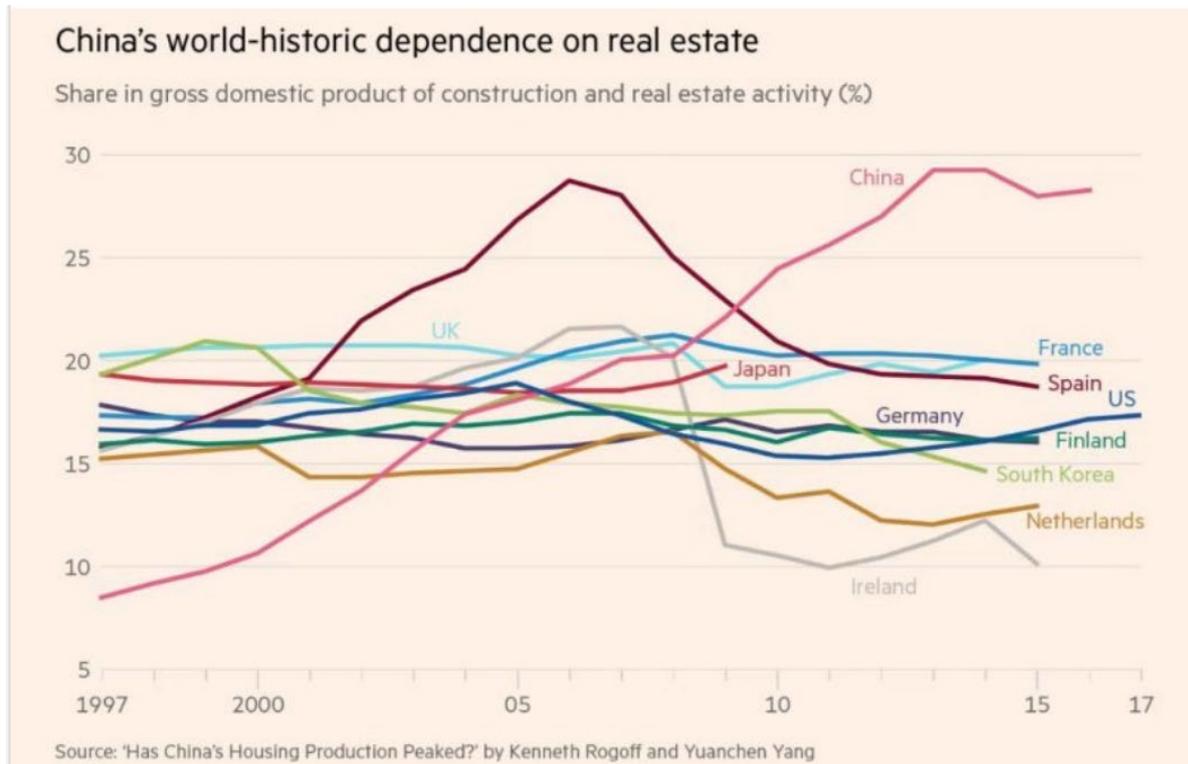
Equities in Local Currencies								
End of August	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	-2.55%	-1.77%	-3.90%	-2.42%	-1.41%	-1.62%	-6.36%	-6.21%
Perf 3 Month	6.62%	7.84%	1.87%	3.07%	5.04%	-0.82%	2.27%	-0.88%
Perf YTD	14.73%	17.40%	13.27%	13.02%	15.52%	3.70%	2.50%	-2.75%

Commodities				Currencies vs EUR				
End of August	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	2.24%	1.52%	-1.27%	-4.63%	1.42%	-0.86%	0.15%	0.10%
Perf 3 Month	22.82%	19.54%	-1.15%	4.12%	-1.42%	-5.62%	0.42%	1.62%
Perf YTD	4.20%	1.11%	6.37%	0.60%	-1.27%	-11.03%	3.48%	3.31%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of August	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.37%	-0.64%	0.30%	-0.74%	0.08%	-0.98%	-0.51%	-1.20%
Perf 3 Month	-0.69%	-1.06%	0.13%	-2.59%	-1.74%	0.70%	4.03%	1.46%
Perf YTD	0.74%	1.37%	2.72%	0.21%	1.53%	3.32%	6.74%	3.26%

Fuente: Bloomberg 31/08/23.

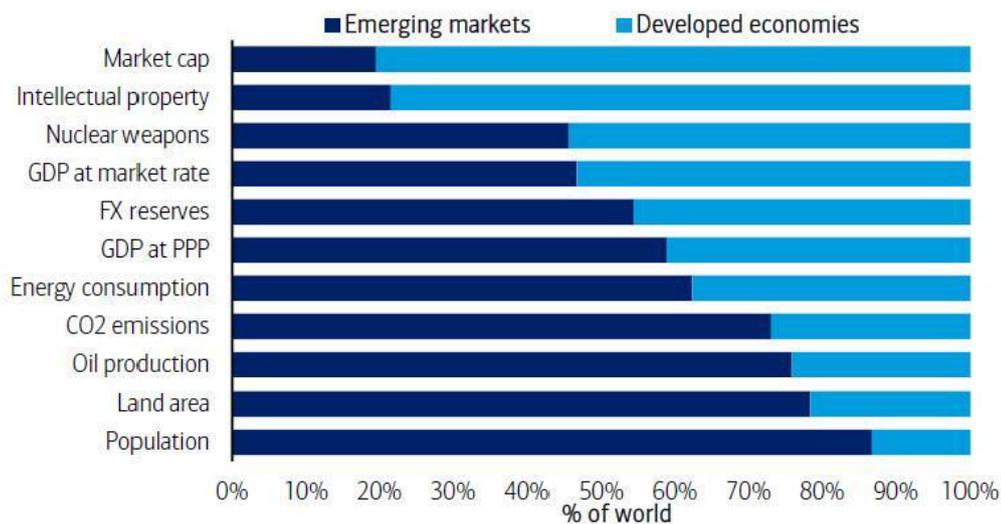
Como decíamos en la introducción, la recuperación económica de China es decepcionante. Las recientes estadísticas publicadas en agosto no son tranquilizadoras, sino todo lo contrario. En julio, las ventas al por menor aumentaron un 2,5% interanual, mientras que el consenso apuntaba a un incremento del 4,5%. La producción industrial fue igualmente decepcionante, con una subida del 3,7% frente a las expectativas de +4,4%. Los índices de precios al consumo y al productor llegaron a caer, lo que obligó al banco central (PBOC) a intensificar sus intervenciones selectivas para facilitar el acceso al crédito e impulsar la demanda. Tras un recorte de 10 puntos básicos en junio, recientemente decidió reducir de nuevo su tipo preferente de referencia para préstamos a 1 año, del 3,55% al 3,45%. En cambio, el mismo tipo a 5 años se mantuvo sin cambios en el 4,2%. El banco camina en la cuerda floja entre su deseo de reactivar la economía y mantener un entorno favorable para los bancos y sus márgenes de préstamo, a fin de evitar que la crisis inmobiliaria se convierta en una crisis bancaria. Incluso el Gobierno se ha puesto manos a la obra para revitalizar el consumo y apoyar el mercado de renta variable anunciando una reducción del 50% del impuesto sobre transacciones en el mercado de valores chino. Se trata de un "regalo" que no se ofrecía desde 2008. La frágil situación económica actual del país es el resultado de un mercado inmobiliario al borde del colapso. Tras los pasos de la promotora Evergrande en la primavera de 2021, ahora le toca el turno a su homóloga Country Garden, que tendrá que reestructurar su deuda si quiere evitar una desastrosa quiebra. Hay que decir que las autoridades chinas se enfrentan a una ardua tarea si quieren desinflar la burbuja inmobiliaria sin provocar el colapso de la economía. Aunque el PBOC pueda dar la impresión de no estar haciendo lo suficiente, creemos que, con el apoyo del Gobierno, aplicará las medidas necesarias para mantener a flote su economía. Por otra parte, creemos que el método del "dinero helicóptero" practicado por los bancos centrales occidentales no es una opción en el Reino Medio. La intervención tendrá que ser más selectiva para evitar una crisis económica profunda, pero sin limpiar el nombre de los responsables de esta debacle, es decir, los especuladores.



Hacia más de 15 años que no se mencionaba tan a menudo el acrónimo BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). En los últimos meses, varios líderes de mercados emergentes han abogado por una "unión sagrada" para reducir su dependencia de Estados Unidos y del billete verde en las transacciones comerciales internacionales. Así que no es de extrañar que la última cumbre de los BRICS, celebrada en Sudáfrica en agosto y a la que asistieron más de 40 naciones invitadas, atrajera toda la atención de la ganancia económica. Según el FMI, este bloque representa ya más del 32% del PIB mundial (frente a alrededor del 17% en 1995), más que el G7 con su 30%. Además, la tasa media de crecimiento de estos 5 países emergentes es superior a la del G7, por lo que esta diferencia seguirá aumentando en el futuro, independientemente de las naciones que se unan al movimiento. También hay que señalar que ninguno de los países del bloque condenó la invasión de Ucrania por Moscú, mientras que los países del G7 están intensificando las sanciones contra Rusia y sus ciudadanos. Por lo tanto, el acercamiento entre estos países, que comparten intereses económicos comunes, debe tomarse en serio. Occidente va a tener que aceptar la emergencia de esta potencia, que crece más rápidamente tanto económica como demográficamente. Podemos afirmar claramente que el orden mundial tal y como lo conocemos hoy se verá sacudido en las próximas décadas, aunque la coordinación entre los países BRICS tardará en ponerse en marcha.

Chart 2: Nyet Zero

Emerging Markets vs. Developed Markets (% of world)



Source: BofA Global Investment Strategy, World Bank, IMF, CIA World Factbook

BofA GLOBAL RESEARCH

A finales de agosto se celebró en Jackson Hole la tradicional reunión de vuelta al cole de los principales banqueros centrales del mundo. A este evento, celebrado en el corazón de las Montañas Rocosas, en el estado norteamericano de Wyoming, asistieron los responsables de los bancos centrales más poderosos del mundo, entre ellos el BCE y la FED. No hubo declaraciones impactantes. Al final, tanto la Sra. Lagarde como el Sr. Powell nos dijeron lo que ya sabíamos, a saber, que ambas instituciones harán todo lo necesario para erradicar la espiral inflacionista y devolver la inflación a su objetivo del 2% anual. También confirmaron que las futuras decisiones de política monetaria dependerán de las estadísticas económicas que se presenten. A modo de recordatorio, las últimas cifras publicadas sitúan la inflación anual en el 5,3% en Europa y el 3,2% en Estados Unidos.

Aunque los discursos contenían poca sustancia, tendieron a tranquilizar a los inversores que consideran que el final del ciclo de subidas de tipos está cerca, a ambos lados del Atlántico.

S&P 500: cheap or expensive?

Exhibit 12: S&P 500 valuations, where shading means measure is statistically expensive vs. its own history (as of 7/31/23)
S&P 500 valuation metrics

Metric	Current	Average	Avg. ex. Tech			% Above (below) avg	Z-Score	History
			Bubble	Min	Max			
Trailing PE	20.9	14.8	14.5	5.2	30.5	40.9%	1.2	1960-present
Trailing GAAP PE	26.2	15.1	14.8	4.2	122.4	73.5%	1.3	1832-present
Forward Consensus PE	20.2	15.7	14.9	9.8	25.1	28.3%	1.3	1986-present
Trailing Normalized PE	23.4	19.0	17.8	9.2	34.5	23.0%	0.9	9/1987-present
Median Forward P/E	17.4	15.5	15.3	10.0	21.9	12.3%	0.8	1986-present
Shiller PE	30.8	17.4	16.8	4.8	44.2	77.2%	1.9	1881-present
P/BV	4.50	2.65	2.48	0.98	5.34	69.6%	1.8	1978-present
EV/EBITDA	14.7	10.5	10.2	6.0	17.1	39.8%	1.8	1986-present
Trailing PEG	3.10	1.66	1.63	1.05	3.24	86.4%	4.2	1986-present
Forward PEG	3.00	1.43	1.40	0.92	3.50	110.3%	4.4	1986-present
P/OCF	16.8	11.2	10.7	5.4	19.3	49.8%	1.7	1986-present
P/FCF	29.8	27.8	25.0	12.9	65.7	7.2%	0.2	1986-present
EV/Sales	2.84	1.97	1.91	0.86	3.40	44.2%	1.5	1986-present
ERP (Market-Based)	584	504	521	136	880	15.8%	-0.4	11/1980-present
Normalized ERP	275	349	395	-143	880	-21.1%	0.3	1987-present
S&P 500 Div. Yld. vs. 10yr Tsy. Yld.	0.39	1.23	1.25	0.17	4.20	-68.6%	1.4	1792-present
S&P 500 in WTI terms	60.3	26.7	24.4	2.7	175.3	126.2%	1.8	1960-present
S&P 500 in Gold terms	2.33	1.64	1.42	0.17	5.48	42.0%	0.6	1968-present
S&P 500 vs. R2000 Fwd. P/E	1.42	1.03	0.98	0.76	1.70	37.4%	2.0	1986-present
S&P 500 Market Cap/GDP	1.43	0.66	0.63	0.22	1.66	117.3%	2.3	1964-present

*Above average implied equities are attractive relative to bonds. Note: Trailing P/E based on GAAP EPS from 1960-77, Operating EPS from 1978-87, Pro forma EPS 1988-now. Trailing GAAPPE based on GAAPPE for entire series. Market-based ERP based on DDM-implied S&P 500 return less AAA corp bond yield. Normalized ERP based on normalized EPS yield less normalized real risk-free rate.

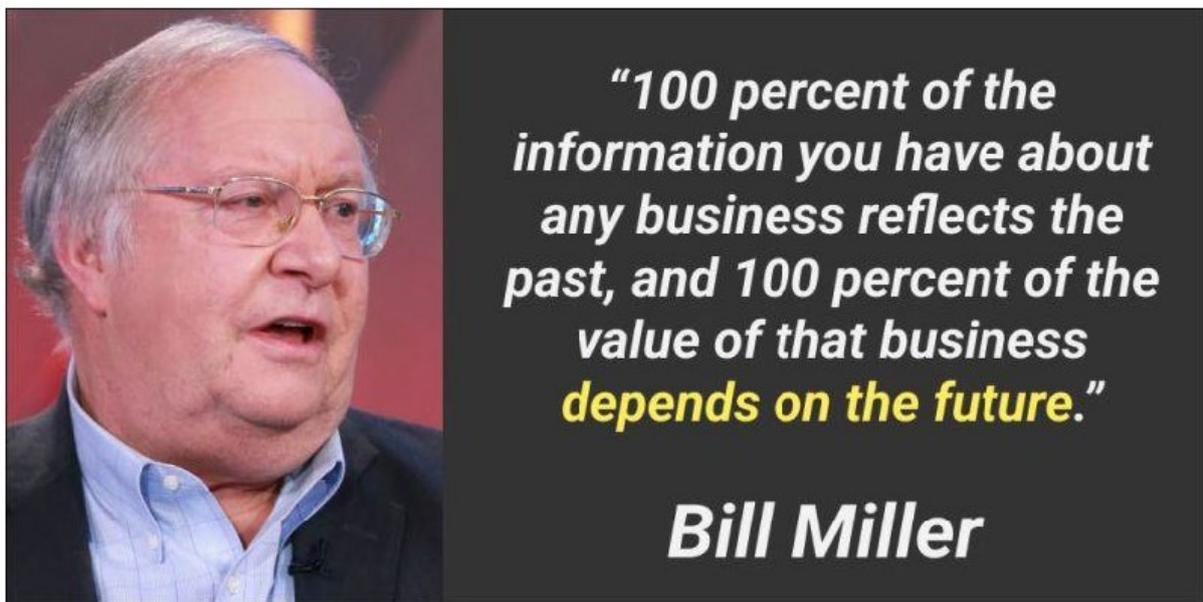
Source: S&P, Compustat, Bloomberg, FactSet/First Call, BofA US Equity & Quant Strategy

BofA GLOBAL RESEARCH



El nivel de los tipos de interés a corto plazo hace menos atractivas las inversiones de riesgo. Tiene sentido que un inversor estadounidense se lo piense dos veces antes de comprar una acción cuando puede obtener una rentabilidad sin riesgo cercana al 5% a corto plazo, sobre todo porque los mercados de renta variable no están especialmente baratos. Esto podría dar lugar a un periodo de mayor volatilidad en los activos de riesgo. Como decimos regularmente, creemos que el factor más importante a la hora de decidir en qué tipo de activo invertir es el horizonte temporal. Es evidente que, a corto plazo, el mercado de renta variable puede no ofrecer actualmente la mejor relación riesgo/rentabilidad. Por eso somos partidarios de diversificar las inversiones para reducir al máximo la volatilidad de la cartera. Aunque la actividad económica se ralentice y no pueda descartarse una recesión en 2024, el potencial de rentabilidad a medio y largo plazo sigue intacto. Las nuevas tecnologías permitirán a las empresas aumentar su productividad, lo que debería repercutir positivamente en los márgenes de beneficio. Nos inclinamos por aprovechar cualquier corrección para comprar acciones a buen precio si el otoño trae consigo una caída de los índices.

Esperamos que disfrute del final del verano.



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.