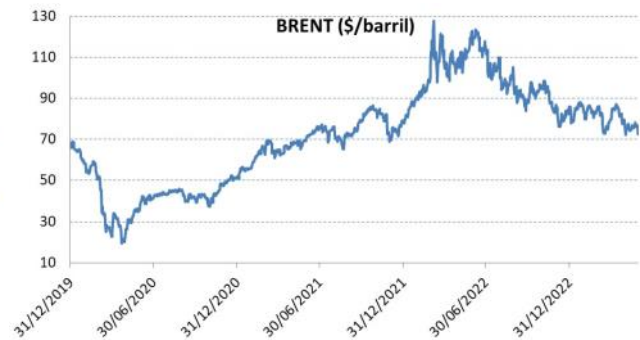
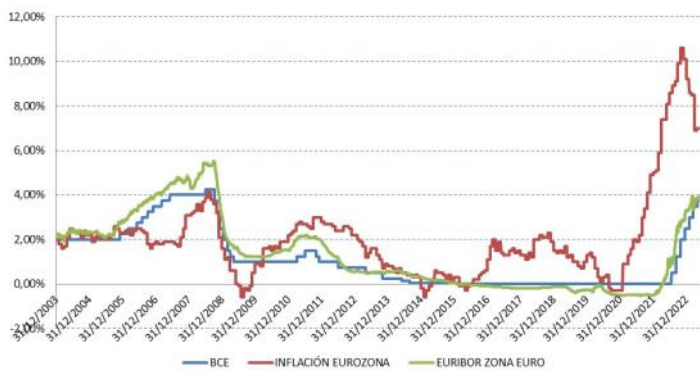


Presentación

La relajación de la inflación de los últimos meses está permitiendo que otras cuestiones empiecen a ganar peso en el panorama económico. El mercado este último mes se ha fijado en el techo de la deuda americana, la recesión económica, que parece el “lobo” que nunca llega y los posibles riesgos que pueda generar el desarrollo de la inteligencia artificial. Ligado a este último aspecto, ponemos el foco en la evolución bursátil de las empresas ligadas a esta tecnología y en especial a Nvidia, muy beneficiada por este desarrollo y que roza su entrada en el club del trillón de capitalización.

Evolución de mercado

Desde hace algunos meses, la inflación está empezando a pasar a un segundo plano en la prensa económica. Los Bancos Centrales siguen haciendo su trabajo y aunque todavía puede quedar alguna subida de tipos adicional, especialmente en la Zona Euro donde las subidas se iniciaron sobre 6 meses después de Norteamérica, parece que podríamos haber visto el



techo, al menos en las estadísticas generales. Por su parte, la tasa subyacente, no acaba de recortar, y es que la reciente reducción de la inflación se debe en gran medida al descenso del petróleo, que en apenas un año ha bajado desde los 120\$/barril a poco más de 70\$/barril a finales de mayo.

Este fuerte descenso deja entrever el gran problema de fondo, que es el parón de la actividad económica. La economía China no está creciendo como se esperaba tras la apertura del Covid y ha provocado un descenso de la demanda. Pero ese menor crecimiento viene derivado también de una menor demanda exterior, provocada en parte

por las derivadas de la guerra de Ucrania y cambio de socios comerciales de “Occidente”, pero también por un menor crecimiento de estos países, con Alemania en recesión técnica y otros muchos países con crecimientos muy cercanos a cero.

El plan para reducir la inflación, subida de tipos, ha secado la demanda del consumidor, en mínimos tras el Covid, los cuales retrasan sus decisiones de compras importantes, viviendas, vehículos, ya que requieren en muchos casos de endeudamiento debido a los elevados tipos de interés, por encima del 5% en Estados Unidos y próximas al 4% en la Zona Euro.

El mercado se debate entre si los Bancos Centrales inyectarán liquidez, un nuevo QE, para frenar la caída de la demanda y la temida recesión, o si acabarán provocando una recesión económica para devolver rápidamente la inflación subyacente a niveles del 2%. Esa es la gran cuestión a día de hoy entre los inversores, aunque parece que gana fuerza la primera hipótesis, ya que los últimos movimientos alcistas de la renta variable como la caída de tipos en los bonos de deuda pública apuntan en esa dirección.

Pero la cuestión más importante del mes, aunque con un impacto limitado en el mercado, ha sido el techo de deuda americano. A pesar de no ser la primera vez que se negocia, 78 veces desde 1960, la prensa económica e inversores siguen dándole importancia ante el posible impago, aunque en las anteriores veces siempre se ha llegado al acuerdo, llegándose en el peor de los casos a retrasar algún pago de nominas, pero no de la deuda que es el factor realmente determinante. Esta vez, el dato realmente diferencial ha sido que las agencias de calificación han llegado a poner bajo revisión el rating de la deuda americana, aunque únicamente ha sido una variable más en una negociación que, como en todas las negociaciones anteriores, ha llegado a buen puerto.

1. LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL Y EL “BOOM” DE LOS SEMICONDUCTORES.



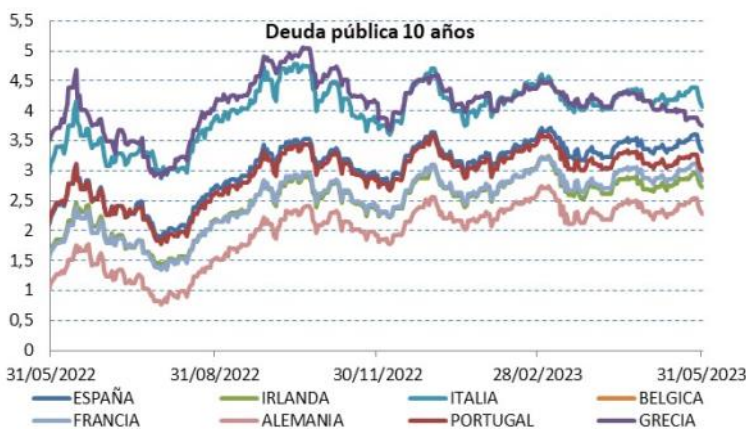
Desde hace varios meses, oímos hablar de cuestiones ligadas a la inteligencia artificial en todas partes y en los riesgos y oportunidades para la humanidad que acarreará lo que se ha denominado la “nueva revolución industrial”. En este aspecto, los negocios / empresas ligadas al desarrollo de esta tecnología están experimentando un alza en expectativas de crecimiento y, si en un primer momento valores como Microsoft o Alphabet centraban las miradas, en los últimos días, el sector

de los semiconductores ha vivido una explosión en su cotización avalada por los resultados trimestrales publicados por Nvidia y su entrada en el selecto grupo de 1 trillón de capitalización bursátil. Solo el tiempo dirá si la revalorización de estas empresas es una “burbuja” o si tiene un fundamento real en sus beneficios empresariales. El mercado duda sobre quien será el actor que liderará la carrera pero lo que si tiene claro es que no se quiere quedar fuera de la tendencia y, al menos por el momento, los inversores compran todo lo que suene a IA.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Mes de ida y vuelta en los mercados de renta fija, en el que empezamos el mes con cierto repunte en rentabilidades de las distintas emisiones, aunque en los últimos días esta tendencia se corrige en todas las regiones, con especial atención al recorte de TIR en Grecia, que aupado por el resultado electoral vuelve a situarse por debajo del 4%. El bono español reduce 3 pb en el mes para acabar en el 3,33%, mientras que el alemán también reduce 3 pb, al 2,28%, manteniéndose la prima de riesgo en los 105 pb.

Por el lado corporativo, variaciones de escasa relevancia en el mes. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, se sitúa en 82 pb, un pb por debajo del mes anterior, muy próximo a la zona de mínimos del último año marcados en enero.



Mercado	Índice	Rent. Mayo	Rent. 2023
Gobierno	Deposito 1 día	0,26%	1,07%
Gobierno	Deposito 1 año	0,26%	0,85%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,25%	1,12%
Gobierno	Europeo 3-5 años	0,39%	1,99%
Gobierno	Europeo 5-7 años	0,55%	2,96%
Gobierno	Español 1-3 años	0,24%	1,08%
Gobierno	Español 3-5 años	0,31%	1,75%
Gobierno	Español 5-7 años	0,45%	2,56%
Gobierno	Americano 3-5 años	-0,75%	2,05%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,12%	1,33%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	0,17%	2,15%
Corporativo	ML Europeo	0,18%	2,46%
Corporativo	Americano 3-5 años	-0,76%	2,50%
Corporativo	High Yield Europeo	0,89%	4,32%
-	Emergentes	-0,75%	1,78%

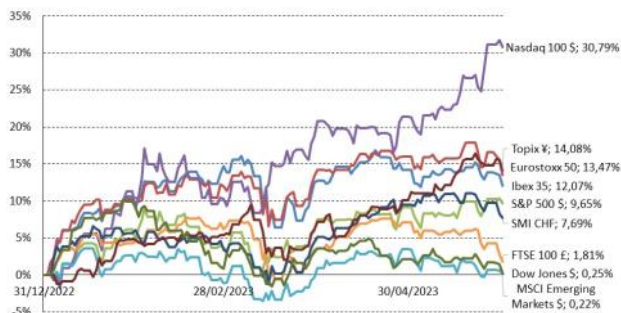
En esta situación, prácticamente todos los índices de renta fija en positivo, pero con estrechas revalorizaciones en todos los mercados.

La deuda pública europea registra rentabilidades similares a la española en todos los plazos, con retornos en el largo plazo que rondan el 0,5% que llevan al acumulado del año al 3% en Europa y 2,5% en España. En el lado corporativo, movimientos muy estrechos en todos los plazos, ente el 0,1% y 0,2% en los tres plazos, manteniéndose en niveles superiores al 2% en el acumulado del año tanto en plazos medios como largos. Los segmentos de más riesgo, como el high yield, obtiene un 0,89% en el mes y se mantiene como el mejor del año, con un 4,32%, mientras que el emergente cae un 0,75% en el mes, aunque en el año sigue en positivo, un 1,78%. Por último, los índices americanos registran caídas del 0,75% en el mes, aunque se mantienen con retornos superiores al 2% tanto en gobiernos como en corporativo en el año.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Mayo	Rent. 2023
España	Ibex 35	-1,89%	12,07%
Europa	Eurostoxx 50	-2,21%	13,47%
EE.UU.	S&P 500	0,43%	9,65%
EE.UU.	Nasdaq 100	7,73%	30,79%
EE.UU.	Dow Jones	-3,17%	0,25%
Reino Unido	FTSE 100	-4,93%	1,81%
Suiza	SMI	-1,62%	7,69%
Japón	Topix	3,62%	14,08%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-1,90%	0,22%

*Rentabilidades con dividendos en todos los índices y en divisa local.



El mes de mayo ha tenido cierto carácter correctivo en los principales índices mundiales, perjudicados por el mal comportamiento de los sectores defensivos o “value”, que penalizan más a los índices con mayor ponderación de estos activos en su composición. En cambio, la tecnología vuelve a centrar el interés inversor, influenciado como decíamos anteriormente por la inteligencia artificial y el impacto en valores como Nvidia.

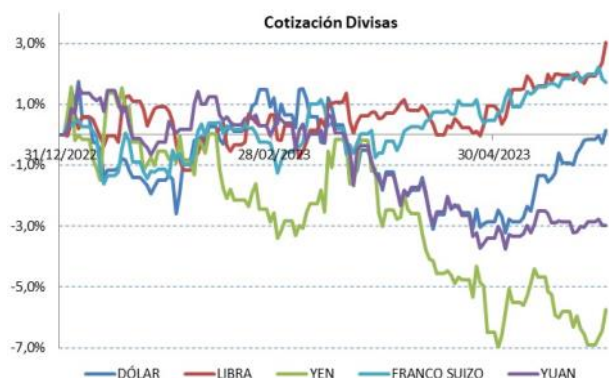
En este entorno, el tecnológico americano vuelve a ser la gran estrella del mes, con una subida del 7,73%, tirando las grandes tecnológicas de la bolsa americana y llevando también a positivo aunque por poco al S&P 500. Del resto, solo Japón en positivo, un 3,62%, mientras el resto se sitúan en negativo, con la bolsa europea dejándose en torno al 2% o el FTSE 100 casi un 5%.

En el acumulado del año, todos en positivo, aunque vemos algunos como el emergente y el Dow Jones, índice con elevada ponderación del “value”, con retornos prácticamente del 0%. En el lado opuesto, el tecnológico Nasdaq sube un 30,79%, mientras que por detrás aunque muy lejos se encuentra la bolsa europea que sigue muy fuerte, con el Eurostoxx e Ibex con subidas que rondan el 13% y 12% respectivamente, junto al Topix que acumula un retorno superior al 14%.

El año mantiene el tono alcista y parece que las grandes tecnológicas llevan de la mano al S&P 500, que posiblemente acabe dándole el relevo en las subidas. La volatilidad sigue en niveles bajos, con el índice VIX por debajo de los 20 puntos y el oro que vuelve a ceder tras solucionarse el problema del techo de la deuda americana y se aleja de los 2000\$/onza. Los inversores están recuperando el apetito por el riesgo y parece estar generándose la rueda alcista, ya que hay muchos inversores “fuera” del mercado y aprovechan cualquier recorte para entrar. Los datos macro no son positivos, con la economía desacelerándose y con la renta fija ofreciendo retornos interesantes. Veremos que fuerza acaba dominando, alcistas o bajistas, aunque el sentimiento a día de hoy apunta al alza, mas si cabe en el tercer año electoral americano que estadísticamente suele ser alcista para la renta variable.

4. MERCADOS DE DIVISAS

Mucha actividad en el mercado de divisas en el mes, en donde los datos de actividad y de inflación están moviendo a los cruces de divisas de forma significativa, en donde vemos una depreciación significativa de la moneda europea frente a otras regiones una vez vemos a la economía alemana entrar en recesión técnica.



Div / Eur	Rent. Mayo	Rent. 2023
DÓLAR	3,09%	0,15%
LIBRA	2,06%	3,05%
YEN	0,78%	-5,74%
FRANCO SUIZO	1,23%	1,71%
YUAN	0,43%	-2,98%

Con ello, vemos al dólar apreciándose un 3,09% frente al euro, volviendo a niveles de 1,07\$/€. Frente a la libra, se deprecia por encima del 2% en el mes y frente al franco suizo también se deja más de un 1%.

En el acumulado del año y tras la depreciación del euro de este mes, vemos que el yen se aprecia un 6% y el yuan en torno al 3%. En el lado contrario, las divisas europeas como la libra o el franco suizo se aprecian frente al euro y el dólar se sitúa en el mismo nivel de inicio del año.

Perfiles Modelo

La naturaleza de los fondos de pensiones obliga a que el análisis financiero relevante se realice a largo plazo, tratando de evitar caer en el cortoplacismo. Sin perjuicio de ello, se analizan tres perfiles de riesgo: defensivo, moderado y agresivo, que pueden representar, de forma agregada y bastante aproximada, la mayor parte de las actuales estrategias de inversión de los fondos de pensiones, sin que en ningún caso éstas representen una propuesta o recomendación de inversión.

		Defensivo	Moderado	Agresivo
Tesorería	Liquidez	5,0%	5,0%	5,0%
Renta fija	Gobierno Europeo 3-5Y	14,0%	12,0%	8,0%
	Gobierno Español 3-5Y	35,0%	20,0%	10,0%
	Gobierno Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	7,0%
	Corp. Euro 3-5Y	20,0%	18,0%	15,0%
	Corp. Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	5,0%
	High Yield Europeo	3,0%	5,0%	5,0%
	Emergentes	3,0%	5,0%	5,0%
Renta variable	España	1,5%	5,0%	5,0%
	Zona Euro	4,0%	10,0%	10,0%
	América	3,0%	7,0%	12,5%
	Japón	0,0%	0,0%	5,0%
	Emergentes	1,5%	3,0%	7,5%

Índice	Rentabilidad			Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Mayo	2023	
Defensivo	1,17%	0,16%	2,78%	4,77%
Moderado	2,41%	0,11%	4,26%	5,48%
Agresivo	3,86%	0,58%	5,05%	6,05%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Otro mes con ligera tendencia alcista en el mercado que suma a los buenos resultados generados en 2023, apoyado en la positiva rentabilidad de todos los activos, especialmente de la renta variable americana y japonesa que siguen mostrando una gran fortaleza.

En este escenario, en el mes de mayo, el perfil agresivo es el más rentable, con una subida del 0,58%, seguido por el defensivo, con un 0,16% y el moderado, con una rentabilidad muy similar pero inferior, del 0,11%.

En el acumulado del año, los tres perfiles muy positivos como decíamos, con un perfil agresivo apreciándose un 5,05%, el moderado un 4,26% y el defensivo un 2,78%, favorecido por el tirón en el año de los activos de riesgo.

La volatilidad interanual sigue reduciéndose una vez eliminado el efecto del inicio de la invasión de Ucrania, situándose en la horquilla del 4,77% para el perfil defensivo y el 6,05% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles es baja, entre el 1,17% y 3,86%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,7% anual. Estas rentabilidades, con los elevados niveles de inflación, dejan muy bajas las rentabilidades reales en las carteras de los tres perfiles, situándose incluso en negativo para el perfil más defensivo.

*Los índices incluyen rentabilidad por dividendo, divisa cubierta y unos gastos por comisión del 0,3%.



MADRID	BILBAO	BARCELONA
Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta	Lutxana, 6—4º dcha. D	Av. Diagonal, 361—1ª. 1ªA
28003 Madrid	48008 Bilbao	08037 Barcelona
Tel.: 91 451 67 00	Tel.: 94 415 90 68	Tel.: 93 272 06 17
cpps.mad@consultoradepensiones.com	cpps.bio@consultoradepensiones.com	cpps.bcn@consultoradepensiones.com

Aviso Legal

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por CPPS sobre su exactitud, integridad o corrección.

Los productos, opiniones, estimaciones o recomendaciones que se expresan en la presente declaración se refieren a la fecha que aparece en el mismo y por tanto, pueden verse afectados, con posterioridad a dicha fecha, por riesgos e incertidumbres que afecten a los productos y a la situación del mercado, pudiendo producirse un cambio en la situación de los mismos, sin que CPPS se obligue a revisar las opiniones, estimaciones o recomendaciones expresadas en este documento.