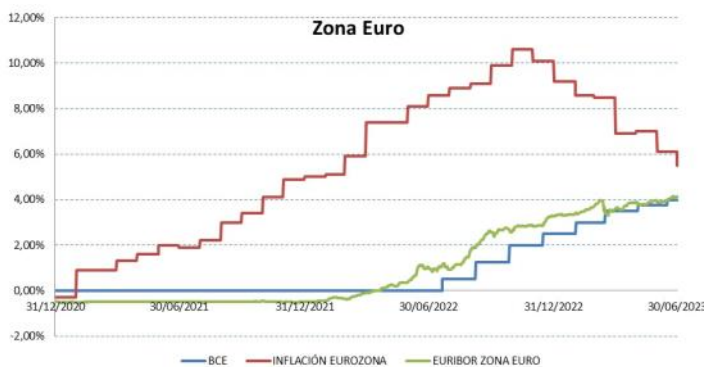


Presentación

Cerramos un primer semestre de 2023 en el que, pese a que la inflación sigue en niveles descontrolados y los bancos centrales continúan con su política restrictiva de tipos de interés, los inversores se lo están tomando con mucha calma y mantienen el apetito por el riesgo. De las posibles causas hablamos en el presente comentario y ponemos el foco ante un dato estadístico positivo para la renta variable, como es el periodo de elecciones de mitad de mandato en USA, momento en el que nos encontramos.

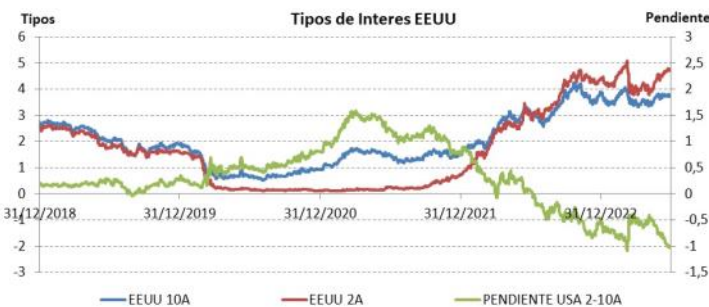
Evolución de mercado

Si tratamos de recordar cual era la situación hace apenas medio año de los mercados, veríamos que con sorpresa como quizá uno de los peores escenarios que se contemplaban se está cumpliendo y sin embargo el mercado se lo ha tomado con gran optimismo y vemos a la práctica totalidad de los índices de renta variable europeos en máximos históricos y a los americanos marcando máximos del año. Aunque la inflación en su tasa general se ha reducido significativamente por el fuerte retroceso de la energía respecto hace un año (recordar que el verano pasado andábamos revisando en que momento del día era más barato el kW/hora) vemos a la tasa subyacente disparada en ambos lados del Atlántico, incapaz de situarse por debajo del 5%. Como dicen los expertos, cuando se sitúa en estos niveles se convierte en "pegajosa" y cuesta mucho de reducirse.



Ante esta situación, los bancos centrales continúan con sus subidas de tipos para tratar de contenerla. A principios de ejercicio, las principales casas de análisis coincidían en que en junio estaríamos con bajadas de tipos para reactivar una economía que ya estaría en recesión. Pero a día de hoy, estas no se han producido y, todavía se valora que pueda quedar alguna subida en Estados Unidos y en Europa se da por descontada dos subidas de 25 pb en las próximas reuniones, retrasando la expectativa de bajada de tipos para principios de 2024 en ambas regiones y en el mejor de los casos.

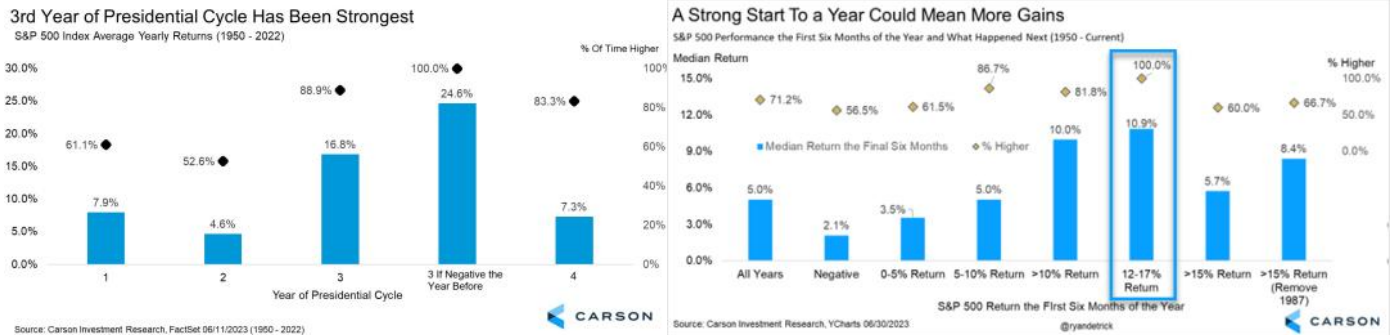
La otra variable principal u otra cara de la moneda es el tipo de interés al que se endeudan las economías. Los tipos a un año, los más influenciados por las políticas de los Bancos Centrales, vienen marcando máximos de hace muchos años y hemos visto superar barreras psicológicas del 6% en Estados Unidos y del 4% en la Zona Euro, con lo que ello implica en restricción de renta disponible para tenedores de hipotecas o demandantes de crédito a corto plazo.



Los tipos de largo plazo se mantienen relativamente estables respecto del inicio del año, provocando que la curva de tipos se haya "invertido" y que tradicionalmente ha sido un indicador adelantado de una recesión económica. Esta pendiente es cada vez más negativa y los expertos tratan de dar una explicación al por qué la economía, aunque con signos de debilidad, sigue creciendo. El elevado nivel de ahorro generado durante la pandemia, que ha permitido a las familias afrontar las subidas de precios de los activos. La fortaleza del mercado laboral, con Estados Unidos estabilizado por debajo del 4% y en la Zona Euro en mínimos de muchos años. Ambas son algunas de las justificaciones más creíbles, aunque habrá que ver los datos que se publican tras el verano, pues se prevé que sigan siendo positivos. Al igual que al inicio del presente comentario echaba la vista un año atrás, termino en la misma línea, ya que hace un año se preveía que tras el verano íbamos a vivir un apocalipsis financiero que, un año después, no ha sido tal. Veremos.



1. TERCER AÑO ELECTORAL AMERICANO, ¡GANANCIA SEGURA!

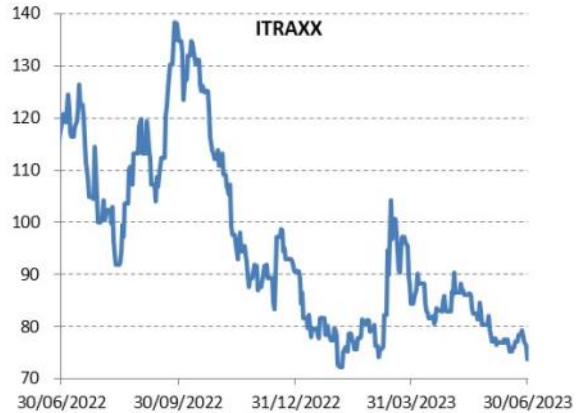


Cuando se habla de estadísticas, estas siempre se cuestionan, aunque los datos publicados por Carson Investment Research no dejan lugar a dudas sobre la evolución del mercado americano. Desde 1950, en cada tercer año electoral americano, con un 89,9% de probabilidad el S&P 500 sube en media un 16,8%, aumentando esta probabilidad al 100% si el año anterior acabó en negativo, como así fue el 2022, con una rentabilidad media del 24,6%. Si a esta estadística unimos que tras un primer semestre de subidas entre el 12/17%, el índice sube en media un 10,9% con un 100% de probabilidad, podemos dar por seguro que el segundo trimestre será positivo para el S&P 500. Veremos si se cumple realmente.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Mes de rebote en TIR'es de la deuda publica europea, alentado como se comentaba en la primera parte del informe por la última reunión del BCE, que augura al menos dos subidas de tipos en las próximas reuniones, unido a los datos de IPC adelantados de junio que ponen de manifiesto que la inflación sigue lejos de ser controlada. El bono español repunta 5 pb en el mes para acabar en el 3,38%, mientras que el alemán aumenta 11 pb, al 2,39%, con las primas de riesgo muy estables, excepción de Grecia, que sigue mejorando tras el cambio de gobierno del país y se acerca al nivel de España.

Por el lado corporativo, variaciones de escasa relevancia en el mes y que compensan en cierta medida el repunte de tipos de la deuda pública. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, se sitúa en 74 pb, 8 pb por debajo del mes anterior, muy próximo a la zona de mínimos del último año marcados en enero.



Mercado	Índice	Rent. Junio	Rent. 2023
Gobierno	Deposito 1 día	0,27%	1,34%
Gobierno	Deposito 1 año	0,13%	0,98%
Gobierno	Europeo 1-3 años	-0,61%	0,51%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-0,98%	1,00%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-0,87%	2,06%
Gobierno	Español 1-3 años	-0,64%	0,43%
Gobierno	Español 3-5 años	-0,97%	0,76%
Gobierno	Español 5-7 años	-0,92%	1,62%
Gobierno	Americano 3-5 años	-0,93%	1,10%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	-0,31%	1,02%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	-0,62%	1,51%
Corporativo	ML Europeo	-0,42%	2,03%
Corporativo	Americano 3-5 años	-0,17%	2,33%
Corporativo	High Yield Europeo	0,45%	4,79%
-	Emergentes	1,49%	3,30%

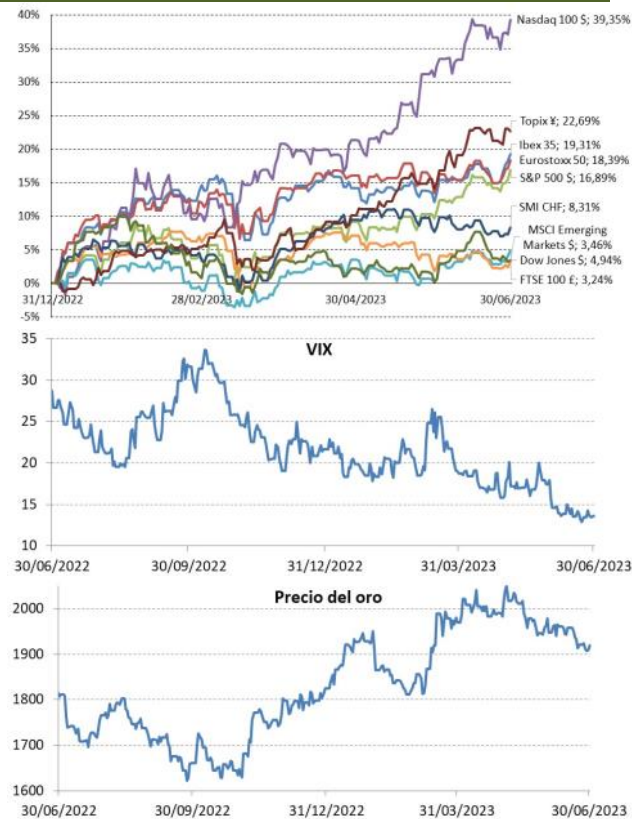
En esta situación, prácticamente todos los índices de renta fija se toman un respiro en el mes y cierran en negativo en prácticamente todas las categorías consideradas.

La deuda pública europea registra rentabilidades similares a la española en todos los plazos, con retrocesos en el largo plazo que rondan el 1% que reducen al acumulado del año al 2,06% en Europa y 1,62% en España. En el lado corporativo, movimientos estrechos en todos los plazos, ente el -0,3% y -0,6% en los tres plazos, manteniéndose entre el 1% y el 2% en el acumulado del año en función del plazo. Los segmentos de más riesgo, como el high yield y emergente, obtiene un 0,45% y 1,49% respectivamente en el mes, siendo los únicos en positivo junto a la liquidez y acumulando un 4,79% y 3,30% respectivamente en el año. Por último, los índices americanos registran caídas del 0,93% en gobiernos y del 0,17% en corporativo en el mes, cerrando el acumulado del año en el 1,10% y 2,33% respectivamente.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Junio	Rent. 2023
España	Ibex 35	6,45%	19,31%
Europa	Eurostoxx 50	4,34%	18,39%
EE.UU.	S&P 500	6,61%	16,89%
EE.UU.	Nasdaq 100	6,55%	39,35%
EE.UU.	Dow Jones	4,68%	4,94%
Reino Unido	FTSE 100	1,40%	3,24%
Suiza	SMI	0,58%	8,31%
Japón	Topix	7,55%	22,69%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	3,23%	3,46%

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



Mes de mucha complacencia para la renta variable, en el que hemos visto subidas importantes en la practica totalidad de los índices independientemente de la región o de la distinta ponderación de activos. El impulso que hablábamos el mes pasado de la tecnología, se ha trasladado al resto, destacando al sector financiero o al de energía y quizá, la única región que se ve penalizada es China, que no crece como se esperaba tras la reapertura del Covid.

En este entorno, el Topix japonés es la gran estrella del mes, con una subida del 7,55%, seguido de la bolsa americana con las grandes megacaps, y llevando al Nasdaq y al S&P 500 por encima del 6,5%. También se cuela entre los mejores el Ibex 35, con una subida del 6,45%. Entre las retrasadas aunque en positivo, el SMI o el FTSE 100 con subidas del 0,58% y 1,40% respectivamente.

En el acumulado del año, todos en positivo, con el tecnológico Nasdaq subiendo un 39,35% o el Topix un 22,69% por la política monetaria expansiva del BoJ. La bolsa europea muy fuerte, con el Eurostoxx e Ibex con subidas cercanas al 20%. Los más retrasados, el industrial americano Dow Jones, el FTSE 100 y el emergente con subidas inferiores al 5%.

El primer semestre del año ha sido muy alcista y si atendemos a los datos estadísticos comentados todavía quedaría fiesta alcista hasta final de año. La volatilidad está en niveles muy bajos, con el índice VIX por debajo de los 15 puntos y el oro sigue cediendo, aproximándose a los 1.900\$/onza. Los inversores tienen apetito por el riesgo y se aprovecha el más mínimo recorte para tomar posiciones. Hasta el momento, la teoría de la opinión contraria sigue dominando, y aunque los datos macro no invitan al optimismo, situados a las puertas de una recesión que no acaba de llegar, el mercado solo piensa en alzas. Los ojos están puestos en las subidas de tipos, pero siendo realistas y en el peor de los casos, no se esperan más de 2-3 subidas. Lo realmente importante será cuantificar el "tamaño" de la temida recesión, que tipo de aterrizaje, suave o fuerte, tendremos y el impacto en el empleo.

4. MERCADOS DE DIVISAS

Mucha actividad en el mercado de divisas en el mes, en donde vemos una depreciación significativa de la moneda europea frente al resto de divisas influenciado por las disyuntiva entre las subidas de tipos de interés para contener la inflación y reducir el impacto de economías como la alemana que ya han entrado en recesión técnica.



Div / Eur	Rent. Junio	Rent. 2023
DÓLAR	-2,01%	-1,86%
LIBRA	-0,02%	3,03%
YEN	-5,41%	-10,84%
FRANCO SUIZO	-0,36%	1,35%
YUAN	-4,11%	-6,97%

Con ello, vemos al dólar apreciándose un 2,01% frente al euro, volviendo a niveles de 1,09\$/€. Frente al yen se deprecia por encima del 5% en el mes y frente al yuan también se deja más de un 4%.

En el acumulado del año y tras la depreciación del euro de este mes, vemos que el yen se aprecia prácticamente un 11% y el yuan en torno al 7%. En el lado contrario, las divisas europeas como la libra o el franco suizo y el dólar americano se sitúan en el rango del +/- 3% respecto del 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*	Junio	2023	
Defensivo	1,14%	-0,21%	2,57%	4,32%
Moderado	2,46%	0,66%	4,94%	4,86%
Agresivo	3,95%	1,14%	6,25%	5,39%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Mes alcista en el mercado para prácticamente todos los activos excepto la renta fija, que toma un respiro tras el buen arranque de año. La positiva rentabilidad de la renta variable unida a la aportación de la divisa, permite un elevado retorno a los perfiles más arriesgados.

En este escenario, en el mes de junio, el perfil agresivo es el más rentable, con una subida del 1,14%, seguido por el moderado, con un 0,66%. El defensivo, como cabría esperar, obtiene una pérdida del 0,21%.

En el acumulado del año, los tres perfiles muy positivos, con un perfil agresivo apreciándose un 6,25%, el moderado un 4,94% y el defensivo un 2,57%, favorecido por el fuerte tirón en el año de los activos de riesgo.

La volatilidad interanual continua su retroceso una vez eliminado el efecto del inicio de la invasión de Ucrania, situándose en la horquilla del 4,32% para el perfil defensivo y el 5,39% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles es baja, entre el 1,14% y 3,95%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,8% 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.