



Value Tree
Wealth & Asset Management

Carta a los inversores

Julio de 2023



5 de julio de 2023

Estimados clientes:

A lo largo de la primera mitad de este año, nos hemos encontrado con un entorno complejo en el que hemos logrado obtener rentabilidades positivas. No obstante, debemos destacar que estos meses han estado marcados por una considerable volatilidad.

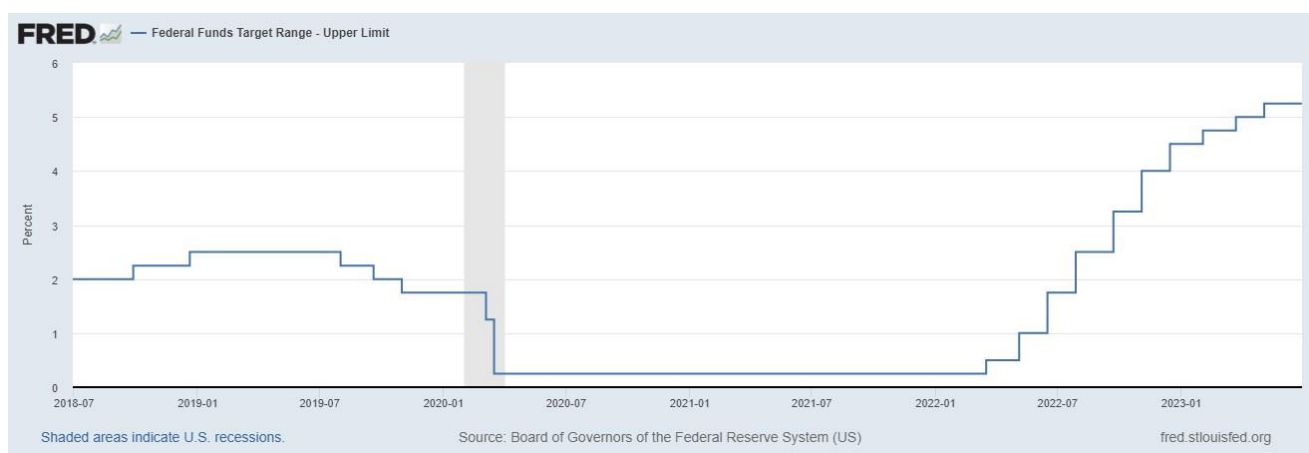
Durante este periodo hemos sido testigos de la continua presencia de la inflación y las decisiones de política monetaria por parte de los bancos centrales. A pesar de los persistentes niveles elevados de inflación y de la ausencia de reducciones en los tipos de interés por parte de los bancos centrales en 2023, el año en general se ha caracterizado por un mercado alcista, tanto en la renta fija como en la renta variable.

En cuanto a la mencionada volatilidad, hemos experimentado dos momentos significativos. En primer lugar, a finales de febrero, se produjo una crisis en algunos bancos pequeños y medianos en Estados Unidos. En segundo lugar, hubo desacuerdos políticos en Estados Unidos en relación con el techo de deuda, que llegaron a generar preocupaciones sobre una posible suspensión de pagos en mayo, según se desprendía de la cotización de los CDS americanos.

Primer semestre de 2023

El año comenzó con la esperanza de que los bancos centrales adoptaran políticas más flexibles y de que la inflación se controlara. Sin embargo, la inflación no mostró señales claras de ralentización y los bancos centrales continuaron con políticas restrictivas, elevando aún más los tipos de interés a ambos lados del Atlántico.

Tipos de Interés en EE. UU.



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

En particular, en Estados Unidos, estas continuas alzas en los tipos de interés llevaron al sector financiero a enfrentar una de las peores crisis en años. A pesar de esto, no consideramos que estuviéramos ante un escenario similar al de la crisis de Lehman Brothers, conocido como "Lehman 2.0", como mencionamos en nuestra [última comunicación a los inversores](#) y en nuestro video explicativo "[Silicon Valley Bank. ¿Qué ha ocurrido y por qué no estamos antes un Lehman Brothers 2.0?](#)".

S&P 500 vs Índice de Bancos EE. UU.



Fuente: Bloomberg

A pesar de este panorama, los índices de renta variable experimentaron un aumento durante el primer semestre. Algunos de ellos mostraron un crecimiento significativo, lo cual es comprensible teniendo en cuenta que durante el año 2022 las acciones de crecimiento (*growth*) fueron las más afectadas. El índice Nasdaq llegó a caer un -33%, siendo el índice con mayor crecimiento/duración, por lo tanto, este primer semestre ha sido el periodo en el que ha logrado una mayor recuperación.

Rentabilidades índices globales de renta variable durante 2023

Tipo	Índice	Rentabilidad a 30/06/2023
Renta Variable	Eurostoxx 50 (Europa)	15,96%
Renta Variable	Eurostoxx 600 (Europa)	8,72%
Renta Variable	S&P500 (EE. UU.)	15,91%
Renta Variable	Nasdaq (EE. UU.)	31,73%
Renta Variable	Nikkei (Japón)	27,19%
Renta Variable	MSCI Asia ex Japón	1,84%

Es importante destacar que las fuertes subidas durante este primer semestre se han concentrado en unas pocas compañías de mayor capitalización, lo cual ha influido significativamente en los índices globales. Esto ha llevado a que los índices "equal weight" o "a igual ponderación" en Europa hayan mostrado niveles de rentabilidad más modestos, alcanzando cifras de un solo dígito.

Por ejemplo, el Stoxx600 ha experimentado un aumento del +8.72% en el primer semestre. Sin embargo, el Stoxx600 "equal weight" ha registrado un crecimiento del +5.75% durante el mismo período (diferencial que comenzó a ampliarse en septiembre de 2021). Además, de las 600 compañías que conforman el Stoxx600, solo 15 de ellas han contribuido con un +8.44% de rentabilidad. Esto implica que, si excluimos esas 15 compañías y nos enfocamos en los 585 restantes, estaríamos hablando de una rentabilidad negativa en el primer semestre de 2023 para el Stoxx600.

Eurostoxx 600 vs. Eurostoxx 600 "equal weight"



Fuente: Bloomberg

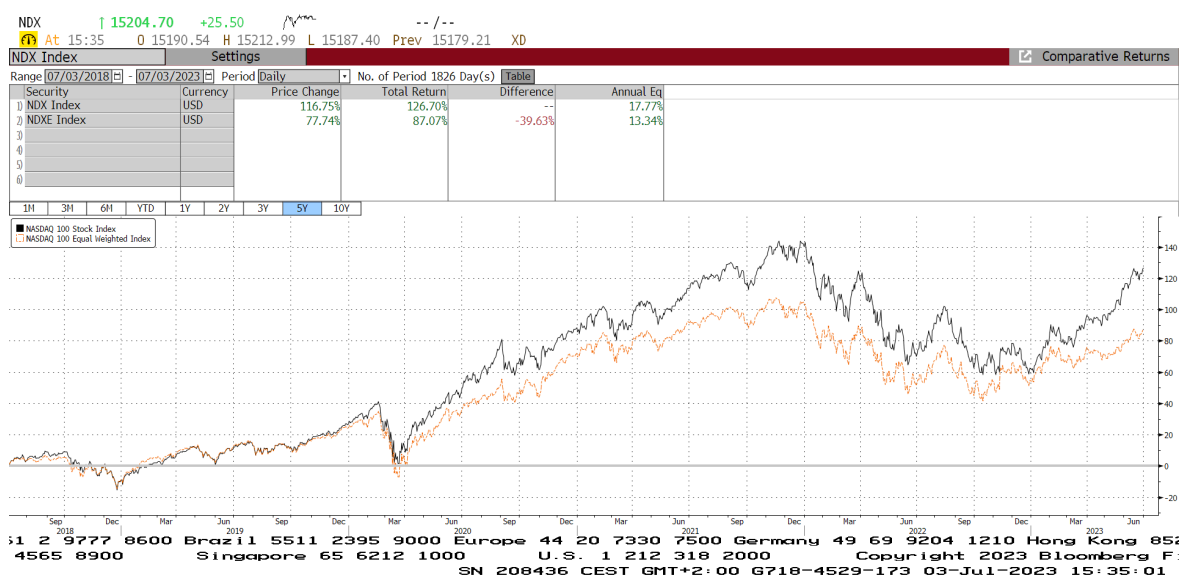
Compañías que más han contribuido a la rentabilidad de Eurostoxx600

Compañía	Peso %	Rentabilidad %	Contribución %
ASML Holding NV	6,56992	34,02609	2,235486892
Novo Nordisk A/S Class B	5,676279	16,56454	0,940249505
Novartis AG	4,632422	12,34326	0,571791892
SAP SE	3,282278	31,96116	1,049054123
Unilever PLC	3,051462	2,1348	0,065142611
Siemens Aktiengesellschaft	2,804187	22,30312	0,625421192
Sanofi	2,772449	14,40652	0,39941342
L'Oreal S.A.	2,465637	30,36947	0,748800889
Allianz SE	2,092733	18,00931	0,376886773
Deutsche Telekom AG	1,702848	10,05282	0,171184244
Hermes International SCA	1,667575	39,27157	0,654882883
GSK plc	1,629032	2,009452	0,032734616
BNP Paribas S.A. Class A	1,603895	15,24095	0,244448835
Zurich Insurance Group Ltd	1,593491	3,188541	0,050809114
RELX PLC	1,433674	21,05619	0,301877121
			8,468184111

Fuente: State Street Global Advisors

El fenómeno descrito también se ha observado en el caso del Nasdaq, aunque las diferencias vienen desde mucho antes que con el Stoxx600. Durante el año, el Nasdaq ha experimentado un aumento del 31.73%, mientras que el Nasdaq "equal weight" ha mostrado un incremento del +20.56%.

Nasdaq vs. Nasdaq "equal weight"



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la renta fija, las subidas en los precios de los bonos vinieron a principios de año, con el convencimiento de que en 2022 el mercado "se había pasado de frenada" descontando subidas de tipos. Con la crisis bancaria volvieron los nervios y la renta fija cayó a terreno negativo. Posteriormente, volvió a recuperar terreno, pero quedando lejos de los máximos alcanzados en febrero.

Rentabilidades índices de renta fija durante 2023

Tipo	Indice	Rentabilidad a 30/06/2023
Renta Fija	LECPREU (Europa)	2,19%
Renta Fija	LUACTRUU (EE. UU.)	3,21%

Desde Value Tree, a pesar de enfrentar un mercado aparentemente optimista pero desafiante en términos de gestión, hemos logrado obtener rentabilidades positivas y razonables, acorde al perfil de inversión, en la mayoría de los compartimentos.

Rentabilidades de los fondos de Value Tree durante el año 2023

Fondos Value Tree	Rentabilidad a 30/06/2023
Value Tree Defensive	4,50%
Value Tree Balanced	5,44%
Value Tree Dynamic	7,36%
Value Tree Best Equities	4,48%

¿Cuáles son nuestras perspectivas para la segunda parte del año?

El proceso de subida de tipos por parte de los bancos centrales finalmente no va a concluir a finales de este año, como se descontaba a principios de 2023. Las expectativas de inflación, que empezaban a ser más optimistas a principios del año, han tenido un repunte reciente, debido a la fortaleza del mercado laboral de las empresas, sobre todo en EE. UU. y a pesar de las constantes subidas de tipos de interés.

Expectativas de inflación en EE. UU.



Fuente: University of Michigan

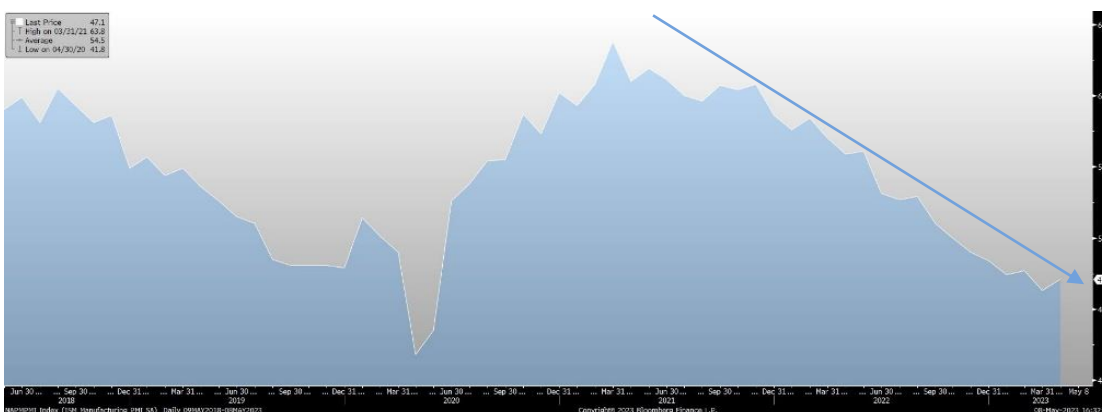
No obstante, es importante tener en cuenta el segundo efecto de los aumentos en los tipos de interés, que es la evidente desaceleración económica tanto en Europa como en Estados Unidos. Esto se refleja en los índices del PMI manufacturero, que es un indicador clave para medir la actividad del sector privado. Estos índices sugieren que nos estamos acercando al final de la fase de incremento de los tipos de interés y es posible que estemos al borde de una leve recesión.

Sector manufacturero EUROZONA (PMI Índice)



Fuente: Bloomberg

Sector manufacturero EE. UU. (PMI Índice)



Fuente: Bloomberg

Conclusiones

A pesar de la considerable volatilidad, seguimos manteniendo nuestra confianza en que el año 2023 será favorable tanto para la renta fija como para la renta variable, aunque es posible que enfrentemos algunos obstáculos en el camino.

En renta variable, nuestras carteras incluyen compañías sólidas, con balances saludables y generadoras de flujo de efectivo, que presentan un potencial medio de apreciación del 18-19%.

En relación con la renta fija, como mencionamos en nuestra última comunicación, hemos mejorado la calidad crediticia de nuestra cartera y hemos extendido la duración para estar mejor preparados frente a posibles reducciones en los tipos de interés. Los pocos ajustes realizados durante este periodo se han enfocado en esa dirección.

Hemos sido cautelosos en nuestras decisiones, ya que hemos observado que el esperado fin del ciclo de aumento de los tipos de interés se ha ido posponiendo. La duración promedio de nuestra cartera es de 4,1 años, con un rendimiento al vencimiento del 5,98%.

Deseamos que disfruten de un feliz verano. Mientras tanto, seguiremos manteniéndoles informados sobre todas las decisiones importantes que afecten a sus inversiones y seguir mereciendo su confianza día a día.

Les recordamos que estamos siempre disponibles para brindarles información adicional o resolver cualquier consulta que puedan tener. No duden en ponerse en contacto con nosotros si requieren más detalles sobre nuestras estrategias de inversión o cualquier otro aspecto relacionado. Estaremos encantados de atenderles.

Un cordial saludo,

El equipo de Value Tree.