Value Tree
Wealth & Asset Management

Carta a los inversores

Julio de 2024

Julio de 2024

Estimados clientes:

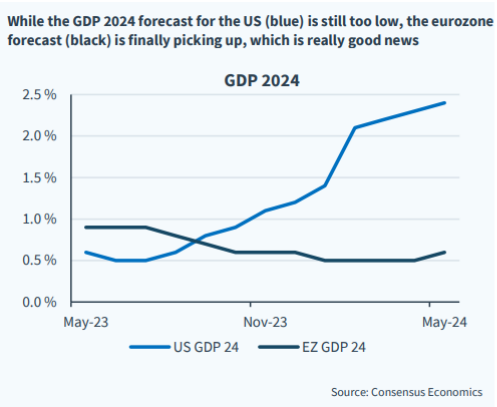
En este punto del año, seguimos enfrentando notables desafíos y oportunidades en los mercados financieros, caracterizados por una volatilidad que se ha vuelto casi rutinaria debido a una serie de eventos: conflictos geopolíticos, elecciones anticipadas en Francia, políticas del Banco Central Europeo (BCE), expectativas de recortes en las tasas de la Reserva Federal (FED) y, especialmente, la evolución de los datos de inflación y macroeconómicos.

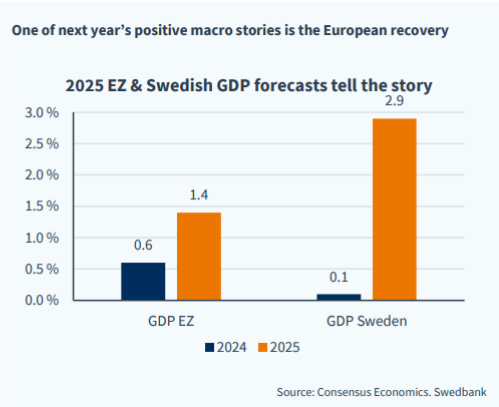
Primera mitad de 2024 optimista, pero no exenta de volatilidad

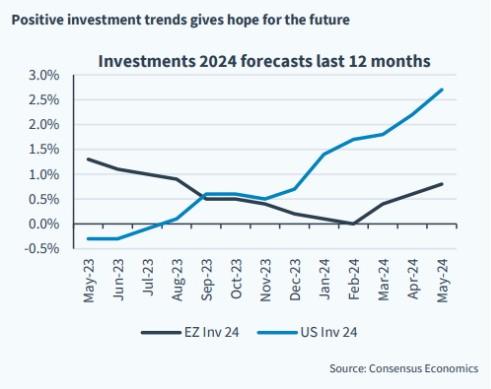
El año 2024 comenzó como terminó el 2023, con rentabilidades muy positivas en los mercados, pero con muchas piedras en el camino, que se han traducido en volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros. A medida que avanzaban los meses, las expectativas de bajadas de tipos se fueron moderando, sobre todo en EE. UU., con una inflación que, aunque haya bajado tanto en Europa como en EE. UU., sigue siendo muy pegajosa y muy dependiente de la evolución de los precios de la energía.

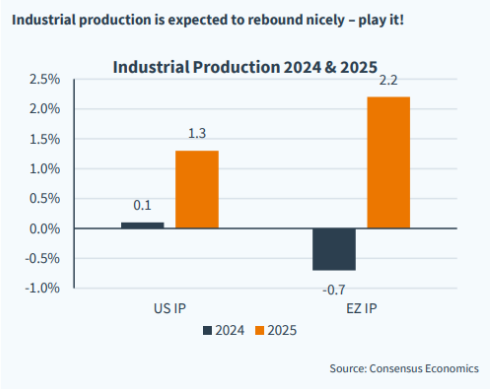
En EE. UU., con unos mejores datos de inflación que en Europa, finalmente la FED decidió no bajar los tipos en su reunión de junio, ya que los datos macro aún eran resistentes, como se preveía. No obstante, estamos comenzando ya a ver datos macro bajo presión en las ultimas publicaciones y los mercados empiezan a estimar un primer recorte de tipos en septiembre. Por su parte, el ciclo de flexibilización del BCE comenzó en Europa en junio, pero con un mensaje de prudencia en cuanto a las próximas rebajas de tipos muy dependientes de la evolución de los datos macro. Sin embargo, todo apunta a que el crecimiento en Europa está listo para despegar y cerrar la brecha que tiene con EE. UU. (ver gráfico 1).

Gráfico 1. PIB 2024 en EE. UU. y Eurozona









Fuente: Consensus Economics

Aviso legal: Este informe ha sido creado por Value Tree AV para uso interno y uso e información de sus clientes. Queda prohibida la reproducción o distribución total o parcial de dicho informe por cualquier motivo sin autorización previa. Aunque la información está basada en datos fidedignos, Value Tree AV no se hace responsable de la veracidad de la misma. Esta información no constituye, bajo ninguna circunstancia, asesoramiento inversor, legal, fiscal o de otra naturaleza. El valor y la rentabilidad de los instrumentos financieros e inversiones mencionadas en este documento pueden disminuir o aumentar y, como consecuencia, los inversores pueden recibir una cantidad menor a la invertida originalmente.

Todas estas previsiones han sido recogidas por los mercados durante la primera mitad del año, en la que hemos visto cómo el Nasdaq continuaba marcando máximos históricos gracias, sobre todo, al sector tecnológico. Sin embargo, también hemos tenido meses difíciles, como el mes de mayo, en el que las bolsas cayeron fuertemente para luego recuperar de nuevo el tono el junio.

En el caso de la renta fija, ha sido un comienzo de año tranquilo (ver tabla 1) después del repunte tan fuerte que tuvo durante 2023. Los inversores continúan a la espera de una bajada de tipos por parte de los bancos centrales que se haga efectiva. Por lo tanto, puede ser un activo que vaya bien en la segunda parte del año.

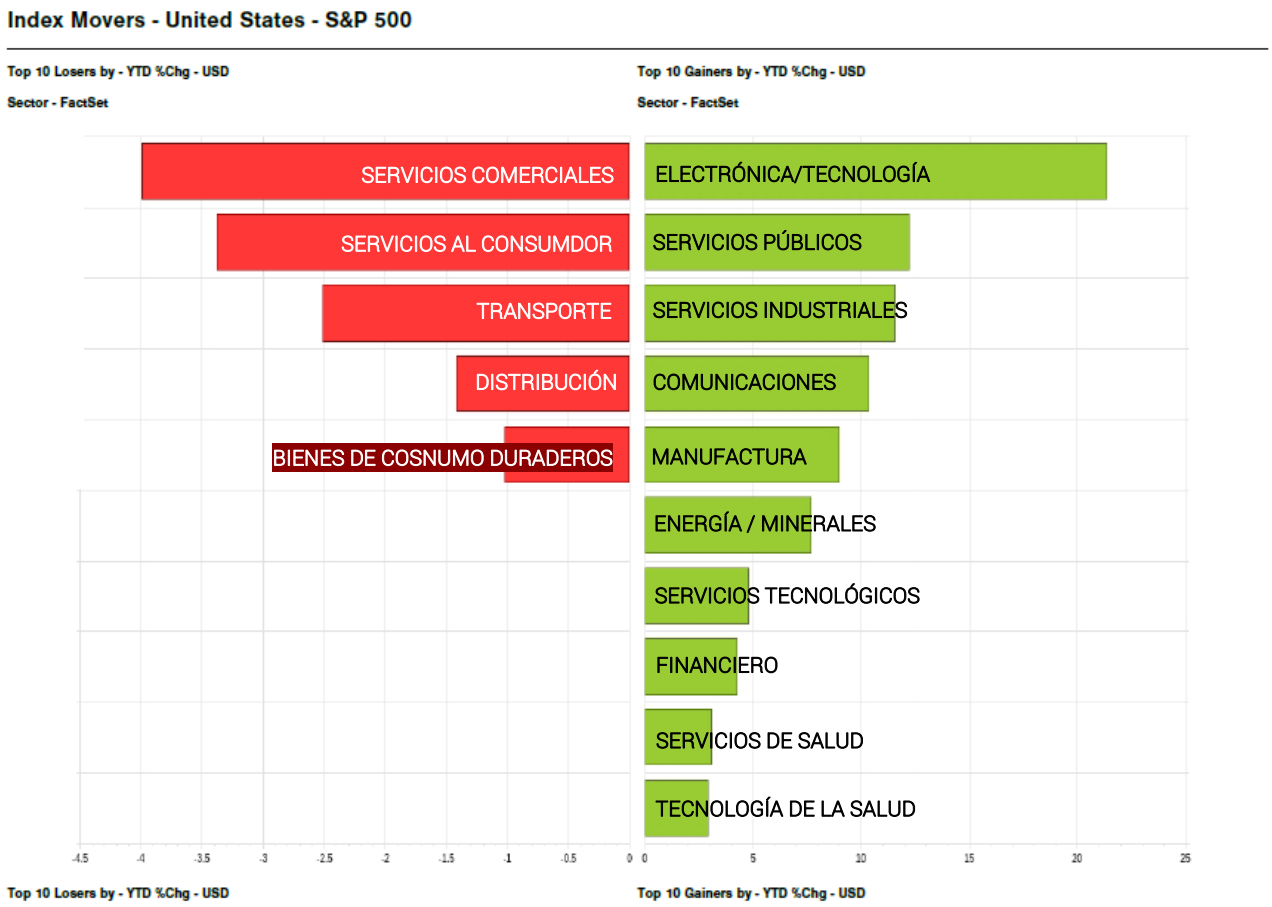
Tabla 1. Renta fija en Europa y EE. UU.

Tipo	Índice	Rentabilidad 1S24
Renta fija	LECPTREU (Europa)	0.54%
Renta fija	LUACTRUU (EE. UU.)	-0.48%

Fuente: Bloomberg.com

La renta variable, como señalábamos, ha seguido imparable durante la primera mitad del año, aunque continuamos con el mismo comportamiento que tuvo durante 2023, donde las fuertes subidas se concentraron en unos pocos valores, normalmente los que más pesan dentro de los grandes índices (ver gráfico 2).

Gráfico 2. Evolución sectorial en el índice S&P 500 en 2024 (a 26/06/2024)



Fuente: FACSET

Aviso legal: Este informe ha sido creado por Value Tree AV para uso interno y uso e información de sus clientes. Queda prohibida la reproducción o distribución total o parcial de dicho informe por cualquier motivo sin autorización previa. Aunque la información está basada en datos fidedignos, Value Tree AV no se hace responsable de la veracidad de la misma. Esta información no constituye, bajo ninguna circunstancia, asesoramiento inversor, legal, fiscal o de otra naturaleza. El valor y la rentabilidad de los instrumentos financieros e inversiones mencionadas en este documento pueden disminuir o aumentar y, como consecuencia, los inversores pueden recibir una cantidad menor a la invertida originalmente.

Por otro lado, aunque todos los índices de renta variable subían, en Europa este optimismo se manifestaba con más dificultad (ver tabla 2), llegando a estar durante algunos días de junio el CAC 40 en negativo debido a la incertidumbre de las elecciones en Francia. Mientras tanto, en EE. UU. el mercado continuaba imparable, con el sector tecnológico encabezando las subidas:

Tabla 2. Rentabilidades del primer semestre del 2024 de los principales índices de renta variable

Tipo	Índice	Rentabilidad 1S24
Renta variable	Eurostoxx 50 (Europa)	8,24%
Renta variable	Eurostoxx 600 (Europa)	6,76%
Renta variable	S&P500 (EE. UU.)	14,48%
Renta variable	Nasdaq (EE. UU.)	18,08%
Renta variable	Nikkei (Japón)	18,28%
Renta variable	MSCI Asia ex. Japón (RV asiática ex. Japón)	7,17%

Fuente: Bloomberg

¿Cómo hemos gestionado las carteras en Value Tree?

Durante el primer semestre de 2024, nuestra estrategia ha consistido en mantener una exposición directa estable, priorizando inversiones diversificadas geográficamente para reducir la volatilidad de la cartera. Hemos dado preferencia a Estados Unidos sobre Europa, considerando que está mejor preparado para una posible contracción económica. Nuestra exposición a Asia sigue siendo mínima.

Seleccionamos empresas con balances de alta calidad, *momentum* positivo en ganancias, negocios generadores de flujo de caja libre y visibilidad de ganancias por encima del promedio, siempre con un estricto control de riesgos mediante *stop-loss* (perdida máxima) del 20%.

En marzo, implementamos una estrategia de cobertura sobre acciones que finalizó en junio con ganancias en la parte europea de renta variable. Esta estrategia de coberturas se realizó como un seguro para nuestras inversiones en carteras cuando estimamos que la volatilidad podría repuntar (como así sucedió en mayo)

En cuanto a la renta fija, hemos disminuido ligeramente la duración (a 3,77 años) y reducido marginalmente el rendimiento hasta el vencimiento (4,20%), aumentando la calidad crediticia de la cartera. Nuestro objetivo es seguir aumentando la duración y mejorar la rentabilidad, sin descartar para ello entrar en bonos "*Investment grade*" con calificación crediticia BBB-, algo que no habíamos hecho en el último año.

Como apuntábamos, el año ha comenzado con unos mercados de renta variable muy fuertes, especialmente en EE. UU. (impulsados principalmente por la tecnología y, en particular, por la IA). En Europa, el sentimiento también ha sido muy positivo y esto se ha reflejado en el STOXX 50. Durante este primer semestre del año solo hemos tenido un mes de caídas en la renta variable. El USD ha ayudado un poco a las inversiones estadounidenses y los mercados de renta fija se han mantenido básicamente estables hasta la fecha. Esto se ha reflejado en nuestras carteras, pero de forma más relajada a como lo ha hecho el mercado, ya que nuestras carteras no están tan concentradas en pocos valores como los índices y apostamos por la diversificación para no comprometer el patrimonio de nuestros clientes.

Aviso legal: Este informe ha sido creado por Value Tree AV para uso interno y uso e información de sus clientes. Queda prohibida la reproducción o distribución total o parcial de dicho informe por cualquier motivo sin autorización previa. Aunque la información está basada en datos fidedignos, Value Tree AV no se hace responsable de la veracidad de la misma. Esta información no constituye, bajo ninguna circunstancia, asesoramiento inversor, legal, fiscal o de otra naturaleza. El valor y la rentabilidad de los instrumentos financieros e inversiones mencionadas en este documento pueden disminuir o aumentar y, como consecuencia, los inversores pueden recibir una cantidad menor a la invertida originalmente.

La selección de renta variable europea ha funcionado bien en la primera mitad del año, muy en línea en términos brutos con índices como el STOXX 600. Por su parte, la selección de la renta variable americana también ha tenido un buen desempeño, subiendo alrededor de un +9-10% pero algo lejos de las fuertes subidas del Nasdaq o el SP 500, que, como comentábamos anteriormente, se han disparado debido a su concentración en el sector tecnológico.

La renta fija ha tenido un desempeño destacado de nuevo durante esta primera mitad del año, superando a los índices de referencia, subiendo entre un +1.5-2% con mercados prácticamente planos.

Aunque el USD ha continuado volátil, se ha mantenido en el rango 1,05-1,10, aportando aportaba a las carteras mixtas casi un +3% de rentabilidad. En esta primera mitad de año no se han realizado coberturas de divisa, ya que no hemos visto niveles atractivos para su implementación.

En conjunto, los resultados de nuestras carteras han sido sumamente satisfactorios (ver tabla 3). La renta variable, tanto americana como europea, ha sido la protagonista, mientras que el USD y la renta fija también han jugado su papel, beneficiando a las carteras mixtas y dejando a la mayor parte de nuestros vehículos mixtos en muy buena posición en los rankings más importantes de vehículos de inversión.

Tabla 3. Rentabilidades de los vehículos de Value Tree en el primer semestre

Fondos Value Tree	Rentabilidad 1S24
Value Tree Defensive	3,84%
Value Tree Balanced	5,59%
Value Tree Dynamic	5,74%
Value Tree European Equities	4,70%

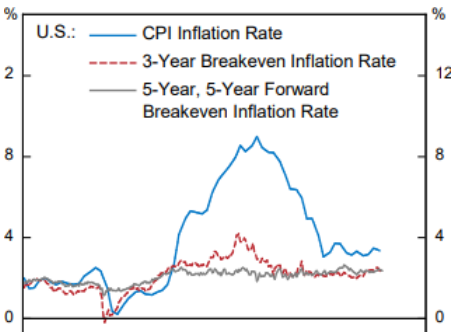
Fuente: Bloomberg y Expansión

Las expectativas para 2024 continúan altas

A pesar de estas fluctuaciones y de la posible volatilidad futura, mantenemos una perspectiva optimista para el resto del año. Creemos que la prima de riesgo sigue favoreciendo las inversiones en renta variable frente a las inversiones en renta fija, aunque esta última también está presentando oportunidades atractivas en su camino hacia la normalización y a la rebaja de tipos por parte de los bancos centrales.

En cuanto a la inflación, aunque ha mostrado un repunte reciente, se espera que continúe su descenso, aunque a un ritmo no tan rápido como el inicialmente anticipado por los mercados (ver gráficos 3 y 4).

Gráfico 3. Es más probable que la inflación baje de manera sostenible

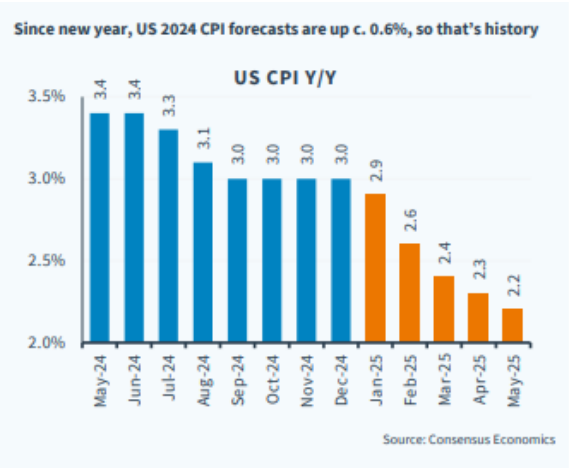


Fuente: KEPLER

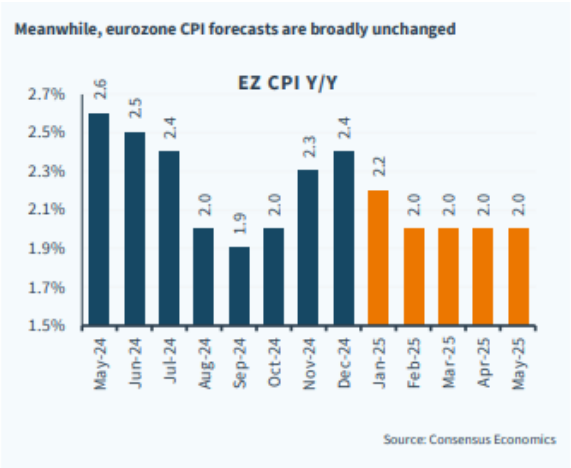
Aviso legal: Este informe ha sido creado por Value Tree AV para uso interno y uso e información de sus clientes. Queda prohibida la reproducción o distribución total o parcial de dicho informe por cualquier motivo sin autorización previa. Aunque la información está basada en datos fidedignos, Value Tree AV no se hace responsable de la veracidad de la misma. Esta información no constituye, bajo ninguna circunstancia, asesoramiento inversor, legal, fiscal o de otra naturaleza. El valor y la rentabilidad de los instrumentos financieros e inversiones mencionadas en este documento pueden disminuir o aumentar y, como consecuencia, los inversores pueden recibir una cantidad menor a la invertida originalmente.

Gráfico 4. Previsiones de inflación en EE. UU. y en Eurozona

EE. UU.



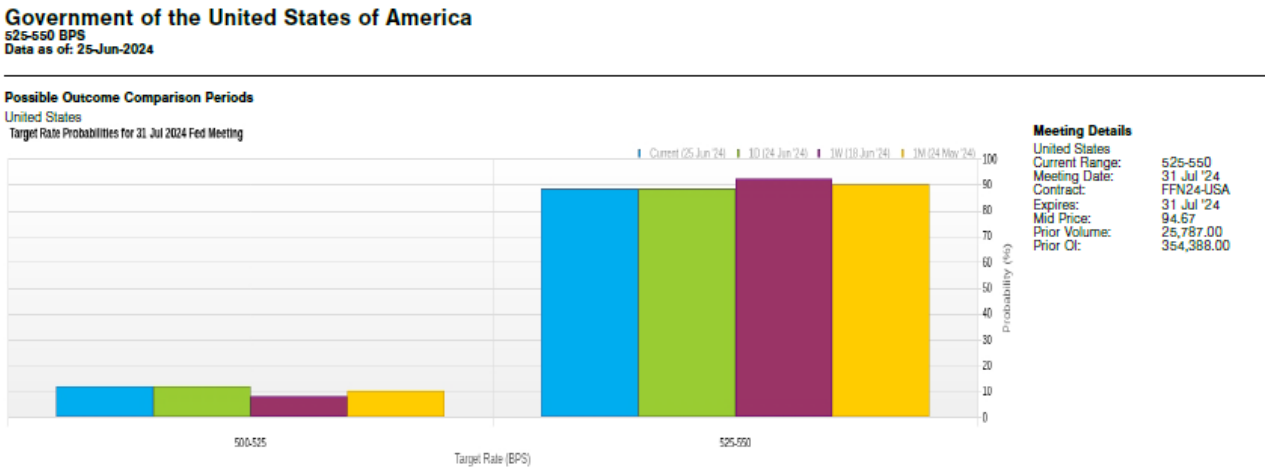
Eurozona

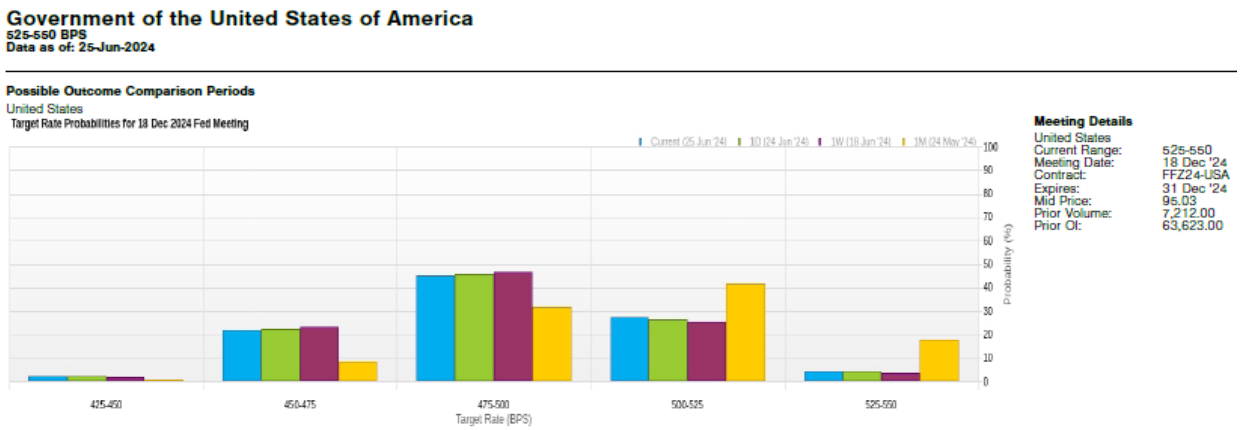


Fuente: Consensus Economics

Factores como la estabilidad en los precios del petróleo, la eliminación de tensiones en las cadenas de suministro y un año electoral en Estados Unidos, junto con la probable recesión en Europa, favorecerán la reducción de las tasas de interés por parte de los Bancos Centrales, lo que debería de traer calma a los mercados, aunque serán altos por mas tiempo del inicialmente estimado (ver gráfico 5).

Gráfico 5. Probabilidad de tipos de interés en EE: UU.





Fuente: FACSET

Aviso legal: Este informe ha sido creado por Value Tree AV para uso interno y uso e información de sus clientes. Queda prohibida la reproducción o distribución total o parcial de dicho informe por cualquier motivo sin autorización previa. Aunque la información está basada en datos fidedignos, Value Tree AV no se hace responsable de la veracidad de la misma. Esta información no constituye, bajo ninguna circunstancia, asesoramiento inversor, legal, fiscal o de otra naturaleza. El valor y la rentabilidad de los instrumentos financieros e inversiones mencionadas en este documento pueden disminuir o aumentar y, como consecuencia, los inversores pueden recibir una cantidad menor a la invertida originalmente.

Las empresas han demostrado una notable capacidad de adaptación tras la pandemia, refinanciando sus deudas a tasas más bajas y ajustándose mejor de lo esperado al ciclo de aumento de tasas de interés. Esta resiliencia las deja mejor preparadas para una posible desaceleración económica (ver gráfico 6).

Gráfico 6. Índice del estrés financiero de EE. UU.

El estrés financiero ha disminuido desde la crisis de **los bancos regionales.**

No obstante, es importante no descartar la posibilidad de una intensificación de los conflictos geopolíticos en Ucrania, Palestina o Taiwán, en un año que también estará marcado por numerosos procesos electorales, como las elecciones anticipadas de Francia).

Y, por otro lado, aunque este no es nuestro escenario principal, no subestimamos el potencial de una economía más robusta con una inflación persistente, o de bancos centrales que limiten o retrasen los recortes en las tasas de interés ya descontados por los mercados.

Conclusiones y perspectivas

Para la segunda mitad de 2024, nuestra estrategia se centrará en mantener la exposición a EE. UU., y estar atentos a la posibilidad de cubrir el dólar o la renta variable nuevamente si consideramos que el mercado logra niveles óptimos para su realización.

En nuestros subfondos mixtos (Defensive, Balanced y Dynamic) mantendremos la exposición actual, aunque podríamos reducirla anticipándonos a una posible corrección del mercado.

En cuanto a la renta fija, nuestra prioridad será aumentar la duración y mejorar el rendimiento hasta el vencimiento sin hacer tanto hincapié en la calificación crediticia de las emisiones.

En European Equities, continuaremos buscando empresas de calidad con perspectivas de crecimiento y buen momento de entrada.

Actualmente no tenemos estrategias de cobertura con opciones de índices, pero seguiremos analizándolas e implementándolas si es necesario, con la posibilidad de reducir la exposición y aumentar la liquidez según se requiera.

Nuestra visión es positiva, aunque la mayor parte de los recortes de tipos y la bajada de la inflación ya se hayan recogido en el 2023 y esta primera parte del 2024. Consideramos que los buenos resultados que las compañías continúan publicando y las primeras acciones de los bancos centrales en cuanto a las bajadas de tipos van a continuar haciendo que los mercados financieros se vean beneficiados. No obstante, la volatilidad va a ser algo que nos va a acompañar, especialmente en respuesta a las noticias sobre los conflictos geopolíticos y sobre los movimientos políticos que se lleven a cabo.

Nuestra filosofía continúa siendo la misma; nos adherimos a la teoría evolutiva de Charles Darwin, que subraya que la supervivencia no depende de la fuerza o la inteligencia máxima, sino de la capacidad de

Aviso legal: Este informe ha sido creado por Value Tree AV para uso interno y uso e información de sus clientes. Queda prohibida la reproducción o distribución total o parcial de dicho informe por cualquier motivo sin autorización previa. Aunque la información está basada en datos fidedignos, Value Tree AV no se hace responsable de la veracidad de la misma. Esta información no constituye, bajo ninguna circunstancia, asesoramiento inversor, legal, fiscal o de otra naturaleza. El valor y la rentabilidad de los instrumentos financieros e inversiones mencionadas en este documento pueden disminuir o aumentar y, como consecuencia, los inversores pueden recibir una cantidad menor a la invertida originalmente.

adaptación al cambio. Como Darwin dijo, "No es la especie más fuerte la que sobrevive, ni la más inteligente, sino la que responde mejor al cambio." Esta filosofía fundamental nos orienta a mantenernos enfocados en lo concreto y tangible en lugar de las meras expectativas del mercado.

En un entorno financiero y económico caracterizado por su volatilidad constante y la incertidumbre geopolítica, creemos firmemente en la importancia de observar los hechos reales: los resultados empresariales, la solidez de sus balances financieros y las proyecciones basadas en datos sólidos. Esta aproximación nos permite evaluar de manera precisa las oportunidades y los riesgos, tomando decisiones informadas que buscan maximizar el valor y la estabilidad para nuestros clientes.

Agradecemos como siempre su confianza y seguiremos esforzándonos cada día para alcanzar nuestros objetivos y ofrecerles las mejores oportunidades de inversión.

El equipo de Value Tree

Aviso legal: Este informe ha sido creado por Value Tree AV para uso interno y uso e información de sus clientes. Queda prohibida la reproducción o distribución total o parcial de dicho informe por cualquier motivo sin autorización previa. Aunque la información está basada en datos fidedignos, Value Tree AV no se hace responsable de la veracidad de la misma. Esta información no constituye, bajo ninguna circunstancia, asesoramiento inversor, legal, fiscal o de otra naturaleza. El valor y la rentabilidad de los instrumentos financieros e inversiones mencionadas en este documento pueden disminuir o aumentar y, como consecuencia, los inversores pueden recibir una cantidad menor a la invertida originalmente.