

# Market Clip

## Mid Year

05 de julio de 2024

Los mercados siguen muy pendientes de las decisiones de los bancos centrales en temas de política monetaria, y estos, a su vez, siguen mirando de reojo a la inflación antes de actuar. En general, los datos siguen apuntando hacia una caída gradual de la actividad económica, a medida que la creación de empleo se ralentiza y la confianza de los consumidores se retrae. El mercado sigue descontando un aterrizaje suave, escenario en el que creceríamos a tasas más bajas, pero sin entrar en recesión. La inflación, que parecía haberse estancado en niveles del 3%, también empieza a aflojar, y esto debería aumentar el margen de confianza de los bancos centrales de cara a futuras bajadas de tipos con las que dar soporte a la economía. El BCE ya ha hecho la primera y se espera que, como la Fed, haga dos más durante el año.

Este contexto de crecimiento menor y baja inflación, que sería muy favorable para los mercados porque permitiría unos tipos de interés algo más bajos, tiene un contrapunto en la creciente preocupación por la estabilidad fiscal. Como hemos visto en Francia, pero también en México o Brasil, los mercados de bonos no reaccionan muy bien ante giros populistas que puedan llevar a una percepción de menor disciplina fiscal.

Quizás el caso más preocupante sea el de EE.UU. por su trascendencia para el resto de los mercados. Tras años de fuerte expansión del déficit, las cuentas públicas de ese país han entrado en una trayectoria bastante preocupante. La Oficina de Presupuesto del Congreso (órgano no partidista), aumentó en junio su estimación para el déficit de 2024 (el año fiscal termina en septiembre) de un 5,3% del PIB a un 6,7% (doblando la media de 3,3% en los últimos 50 años), cerca de 1,9 trillones de dólares. En comparación, los países de la Unión Europea tienen como directriz mantener los déficits en un 3% o menos. De cara al futuro, las previsiones para 2034 no apuntan hacia una mejoría de la situación fiscal de EE.UU. si no se cambian las políticas vigentes.

El BCE ya ha hecho la primera bajada de tipos y se espera que, como la Fed, haga dos más durante el año.

Los países de la Unión Europea tienen como directriz mantener los déficits en un 3% o menos.

Para dentro de 10 años, esperan que el déficit se haya mantenido en torno al 6,9% y que la deuda pública pase del 99% de 2024 al 122%, un máximo histórico. Destaca el impacto de los costes financieros (al alza por la deuda creciente y los tipos más altos), que esperan que a partir de 2025 sobrepasen incluso al gasto en defensa, alcanzando en 2034 niveles del 4,1% del PIB, máximos desde 1940. Por su parte, el FMI también instó a EE.UU. a abordar urgentemente este problema y pronostica que, con las actuales políticas de gasto, la deuda del gobierno superará el 140% del PIB en 2032.

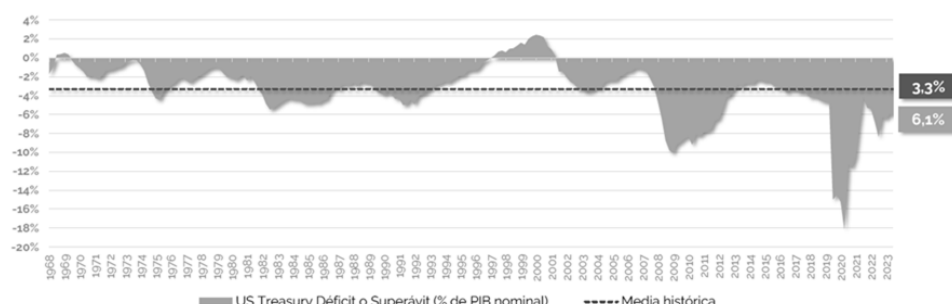
Por tanto, sea quien sea, el próximo inquilino de la Casa Blanca va a tener que acometer un fuerte recorte de gasto o aumento de la recaudación que permita cuadrar las cuentas. Pero ambas son medidas impopulares y ninguno de los dos candidatos a la presidencia parece muy dispuesto a ello.

**Las bolsas mundiales** acumulan en lo que llevamos de año ganancias del entorno del 12% lideradas por los grandes índices americanos, el S&P 500 y el Nasdaq 100, que ganan un 15% y un 17%, respectivamente. También es destacable el buen comportamiento de la bolsa japonesa que se revaloriza un 18% favorecida por la depreciación del yen. El Eurostoxx 50 y el IBEX35 se quedan algo por detrás, con ganancias del 11%. A la cola de los mercados tenemos a los índices de compañías de pequeña capitalización, como el Russell 2000, y a las bolsas chinas y francesa, que no superan el 2%.

Uno de los aspectos más llamativos del comportamiento de las bolsas en los últimos trimestres es la **alta concentración de los retornos**. Las seis mayores compañías del mundo por capitalización, Microsoft, Apple, Nvidia, Alphabet, Amazon y Meta, que colectivamente representan ya más del 20% del valor de la bolsa mundial, explican el 50% de su rentabilidad en lo que va de año. Solo Nvidia, que se ha revalorizado un 150% en el periodo, aporta una cuarta parte del resultado total. Excluyendo a estas “Seis Magníficas”, a alguna otra tecnológica que también se está beneficiando del boom de la inteligencia artificial (como Broadcom o ASML), y a un par de farmacéuticas (Eli Lilly y Novo Nordisk), que parecen haber encontrado la solución mágica para el tratamiento de la obesidad, los resultados son bastante más modestos y pintan un panorama muy distinto. De hecho, la rentabilidad media de los valores que constituyen el MSCI World es de solo un 2,68%.

Las bolsas mundiales acumulan en lo que llevamos de año ganancias del entorno del 12% lideradas por los grandes índices americanos, el S&P 500 y el Nasdaq 100.

Microsoft, Apple, Nvidia, Alphabet, Amazon y Meta, que colectivamente representan ya más del 20% del valor de la bolsa mundial, explican el 50% de su rentabilidad en lo que va de año.



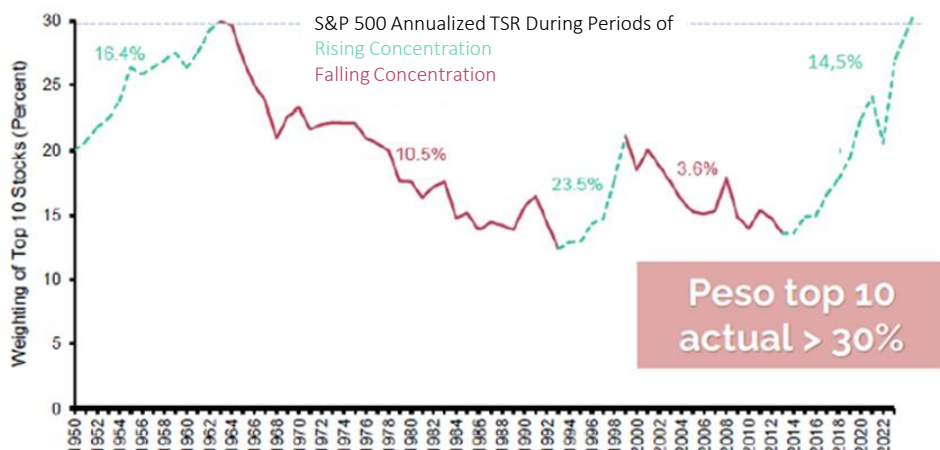
EE. UU: Déficit/superávit (% del PIB nominal).

Fuente: Bloomberg

La rentabilidad histórica media del S&P 500 desde 1950 ha sido del 11%. Ha habido periodos de alta concentración que han ofrecido rentabilidades por encima de la media, y periodos de baja concentración con rentabilidades por debajo del promedio histórico. En los años 90, Microsoft, General Electric y Cisco cotizaban a múltiplos sobre beneficios de 65x, 42x y 97x. Sin embargo, del año 2000 al 2013, la rentabilidad anual para Microsoft, General Electric y Cisco fue de 1%, -1,4% y -5,6% respectivamente. En 2024 los múltiplos de las principales compañías son algo más moderados: Apple (32x), Microsoft (39x) y NVIDIA (72x). La siguiente gráfica sugiere que nos acercamos a un periodo de bajada de concentración y, por ende, de rentabilidades.

**Nos parece obligado profundizar algo más en Nvidia.** Desde finales de 2022 su capitalización bursátil ha multiplicado por diez, convirtiéndose, aunque solo por unos días, en la compañía más valiosa de la historia, con una capitalización bursátil de 3,4 billones de dólares, superando a auténticos monstruos, como Microsoft o Apple. Por ponerlo en perspectiva, cualquiera de estas tres compañías vale cinco veces lo que todo el IBEX35. Nvidia es una grandísima compañía que se encuentra en el epicentro de lo que podría ser una de las mayores transformaciones tecnológicas en décadas, pero su valoración es más que exigente, y nos preguntamos si es razonable o si, por el contrario, podríamos estar ante una burbuja, similar a la que vivimos hace dos décadas con compañías como Cisco Systems.

Los semiconductores son una industria global que en 2023 facturó casi 550.000 millones de dólares. Hoy en día los chips son una parte esencial de nuestra economía. Cualquier aparato eléctrico, por sencillo que sea, lleva semiconductores. De hecho, y a pesar de la constante caída en los precios, esta industria crece a ritmos del 7% anual desde hace 20 años, en línea con el crecimiento global de la economía. El desarrollo de la inteligencia artificial (IA), que requiere una gran capacidad de computación, va a suponer un fuerte impulso para la demanda de chips en los próximos años. Nvidia va a ser, sin duda, uno de los principales beneficiarios del desarrollo de la IA. El consenso de analistas espera que su facturación alcance los 200.000 millones de dólares en el año 2028. Esto supondría una cuota del 25% del mercado global de chips y un 50% del crecimiento de la industria. Se trata de un crecimiento espectacular. De eso no hay duda.



Desde finales de 2022, Nvidia ha multiplicado por diez su capitalización, convirtiéndose, aunque solo por unos días, en la compañía más valiosa de la historia.

El desarrollo de la inteligencia artificial (IA), que requiere una gran capacidad de computación, va a suponer un fuerte impulso para la demanda de chips en los próximos años.

Rentabilidad del S&P 500 cuando sube y baja la concentración del mercado.

Fuente: Morgan Stanley.

Uno de los métodos más sencillos para valorar un negocio es poniéndole un múltiplo a su facturación. El ratio valor/ventas es mucho más estable en el tiempo que el PER (valor/beneficios) porque la facturación es menos volátil que los beneficios debido al apalancamiento operativo que producen los costes fijos. Los negocios cíclicos, de poco margen y bajo crecimiento, como el de la distribución minorista, suelen cotizar por debajo de una vez ventas. Carrefour, por ejemplo, que apenas crece y tiene unos márgenes muy escuetos, lleva años cotizando en torno a 0,3 veces ventas. En el extremo opuesto, los negocios de calidad, de mayores márgenes y alto crecimiento, cotizan a múltiplos superiores. Un caso muy claro es el de Microsoft, que hace unos años logró transformarse desde una empresa que vendía software para PCs a una empresa que vende servicios en la nube. Como resultado de esta transformación, Microsoft ha pasado de cotizar a 4 veces ventas en 2016 a 10 veces hoy. Pues bien, aunque como veíamos la industria de los semiconductores es un negocio de crecimiento, también es altamente cíclico. Y esto se debe tanto al comportamiento de la oferta, que tiende a aumentar capacidad en la parte alta del ciclo, como al de la demanda, muy ligada a los vaivenes del ciclo económico. Por este motivo, históricamente el sector ha cotizado en torno a cuatro veces ventas, de manera bastante estable. Ahora mismo Nvidia cotiza a casi 25 veces ventas.

Suponiendo que Nvidia fuese capaz de conseguir la posición de dominio que Microsoft tiene hoy en su negocio y que la demanda de semiconductores pudiese mantener un crecimiento de doble dígito de manera sostenible, para justificar una capitalización de 3 billones la compañía debería conseguir unas ventas anuales del orden de los 300.000 millones de dólares en el corto plazo. No es imposible, pero desde luego no va a ser fácil. Y es que, hay otras compañías que también quieren participar en esa oportunidad, y querrán llevarse parte del pastel. Entre ellas están otros fabricantes, como AMD o Intel, y también algunos de sus principales clientes, como Google o Amazon, que tienen una capacidad económica y tecnológica indiscutible, y también están desarrollando sus propios chips para no depender tanto de un solo proveedor. Pero además no está claro de dónde van a salir los 300.000 millones anuales con los que pagar estas inversiones que, por ponerlas en contexto, equivalen al 20% del PIB español o la mitad de lo que facturan Amazon o Walmart cada año a nivel global. Por último, todo esto va a requerir una inversión muy importante, que todavía nadie ha cuantificado, en infraestructuras como centros de datos, redes de transmisión y plantas de generación eléctrica, por poner algunos ejemplos.

En todo caso, la experiencia nos dice que, aunque los fundamentales prevalecen en el largo plazo, a corto plazo lo que más importa es el *momentum* de mercado, que depende mucho del sentimiento inversor y de la liquidez. Así que, mientras el *momentum* siga siendo positivo, no tiene sentido ponerse en contra de esta tendencia.

Históricamente el sector ha cotizado en torno a cuatro veces ventas, de manera bastante estable. Ahora mismo Nvidia cotiza a casi 25 veces ventas.

En todo caso, la experiencia nos dice que, aunque los fundamentales prevalecen en el largo plazo, a corto plazo lo que más importa es el *momentum* de mercado.

Por el lado de la renta fija, cabe destacar la divergencia de comportamiento entre la deuda pública y la deuda privada. La primera cierra el trimestre con ligeras pérdidas, consecuencia del repunte en los tipos de interés que venimos experimentando desde comienzos de año.

La normalización de los tipos de interés que hemos vivido desde 2022 ha cambiado de manera totalmente el panorama de la renta fija. Aunque no podemos descartar nuevos aumentos de tipos o repuntes en las primas de riesgo, lo cierto es que las expectativas de rentabilidad de la renta fija hoy son mucho mejores de lo que lo han sido en media durante la última década, tanto en términos nominales como reales (ajustando por inflación). Hoy podemos construir una cartera de renta fija diversificada y de alta calidad crediticia a cinco años en euros con una rentabilidad cercana al 3,80%. Teniendo en cuenta que las expectativas de inflación a ese plazo rondan el 2,5%, la rentabilidad esperada anual, en términos reales, se acerca al 1,3%. Además, partiendo de un 3,80% de rentabilidad implícita, la probabilidad de perder dinero en el corto plazo se reduce considerablemente.

El buen comportamiento del consumo, sobre todo el relacionado con el ocio, hace que la economía esté resistiendo mejor de lo que se esperaba y esto, junto con unos datos de inflación que todavía se sitúan por encima de los objetivos de los bancos centrales, ha contribuido a una reducción en las expectativas de bajadas de tipos de interés, haciendo que las curvas se desplacen al alza en ambos lados del Atlántico. Y mayores tipos de interés implican menores precios para los bonos.

En el caso de Europa hemos visto, además, una fuerte ampliación de la prima de riesgo francesa, tras la convocatoria de elecciones a la Asamblea Nacional. Al mercado le preocupa la posibilidad de un gobierno de corte populista que aumente el ya abultado déficit fiscal galo. El diferencial de la deuda francesa contra la alemana ha aumentado en torno a 35 puntos básicos en la segunda mitad de junio, arrastrando también a las primas de riesgo española e italiana, aunque, de momento, sin grandes consecuencias.

La deuda privada, sin embargo, acumula resultados positivos favorecida por su mayor devengo y este mejor entorno macroeconómico, que favorece la rentabilidad de las empresas y reduce el riesgo de impagos.

Hoy podemos construir una cartera de renta fija diversificada y de alta calidad crediticia a cinco años en euros con una rentabilidad cercana al 3,80%.

El buen comportamiento del consumo, sobre todo el relacionado con el ocio, hace que la economía esté resistiendo mejor de lo que se esperaba.

Indices RF. Total Return	week	MTD	YTD	2023
Renta fija Euro Gobierno 1-10	-0,3	0,4	-1,0	6,0
Renta fija US Gobierno 1-10	-0,2	0,8	0,2	4,3
Renta fija Euro Gobierno 10 +	-1,3	-0,3	-4,5	10,5
Renta fija US Gobierno 10 +	-2,0	1,7	-5,0	3,1
Crédito IG Europa	-0,2	0,6	0,0	7,8
Crédito IG US	-0,7	0,6	-0,5	8,5
High Yield Europe	0,0	0,4	3,2	12,8
High Yield USA	0,1	0,9	2,3	12,9
Deuda Emergentes Hard	-0,3	0,4	1,9	9,6
Deuda Emergentes Local	0,0	-0,8	-3,4	12,8
Credito financiero europeo	-0,1	0,5	1,3	8,6
Cocos Financieros TR	0,3	-0,3	5,6	13,1

Índices Renta Fija.  
Total Return.

Fuente: Alantra Wealth Management.

El dólar mantiene su trayectoria alcista favorecido por el alto diferencial de tipos de interés en EE.UU. frente a otras divisas, y, en particular, frente al yen, que se ha vuelto a convertir en la principal fuente de financiación del *carry trade*.

El oro también se aprecia de manera significativa (+13% en el año) y ello a pesar de la subida del dólar y de los altos tipos de interés reales. Posiblemente la explicación esté en la acumulación de reservas de este metal por parte de bancos centrales y, en particular, del Banco Central de China, que está tratando de reducir su dependencia de la divisa americana.

## ¿Qué esperamos?

Con una previsión de crecimiento económico global positivo y una inflación bajando hacia el objetivo del 2% en EE.UU. y Europa, nos dirigimos hacia un entorno de tipos de interés normalizados (entorno 2/3% Zona Euro / EE.UU.). En este escenario de inversión, con las actuales valoraciones, la renta fija mantiene el atractivo relativo frente a la renta variable: la renta fija global (IG, BBB) ofrece la misma tir que la renta variable de países desarrollados (*earning yield*). Por ello, **de manera estratégica, mantenemos un posicionamiento sobre ponderando en renta fija con duraciones en el rango de la neutralidad y mantendremos una ligera infra ponderación en bolsa.**

- En **renta fija** mantenemos el *core* de la inversión en el segmento de mayor calidad crediticia, sin perder de vista la evolución de los *spreads*. En cuanto a la duración, la mantenemos en nuestro objetivo de neutralidad (3,5 años). La todavía inversión de la curva de tipos de interés junto con la incertidumbre al respecto de la velocidad y magnitud de las bajadas de tipos de interés, nos llevan por el momento a no subir la duración más.
- En términos absolutos, la expectativa de rentabilidad a medio/largo plazo de los índices de **renta variable** se sitúa en el rango bajo de su serie histórica de largo plazo, consecuencia de los niveles de valoración actuales, sobre todo en el mercado norteamericano (S&P500). Al mismo tiempo, los beneficios empresariales esperados por el consenso de mercado se sitúan en niveles de nuevos máximos históricos, con el protagonismo del reducido conjunto de las hoy denominadas 7 magníficas, cuyas previsiones podemos encuadrar bajo el título de *priced for perfectio*".
- **Preferencia por diversificación** en un momento de máxima concentración de los índices y negocios de calidad, donde priman balances saneados y métricas de rentabilidad de los fundamentales por encima de las medias del mercado.

Mantenemos un posicionamiento sobre ponderando en renta fija con duraciones en el rango de la neutralidad y mantendremos una ligera infra ponderación en bolsa.

En renta fija mantenemos el core de la inversión en el segmento de mayor calidad crediticia, sin perder de vista la evolución de los *spreads*.

## Principales indicadores

	DATO PREVIO	CONSENSO	DATO PUBLICADO	¿CUÁNDO PUBLICA?
IPC USA (interanual) – MAY	3,40%	3,40%	3,30%	11/07/2024
IPC USA Subyacente (interanual) – MAY	3,60%	3,50%	3,40%	11/07/2024
IPC Zona euro (interanual) – JUN	2,60%	2,50%	2,50%	
IPC Zona euro Subyacente (interanual) – MAY	2,70%	2,90%	2,90%	17/07/2024
Decisión tipos FED - JUN	5,50%	5,50%	5,50%	31/07/2024
Decisión tipos BCE - JUN	4,50%	4,25%	4,25%	18/07/2024
Tasa desempleo USA - MAY	3,90%	3,90%	4,00%	05/07/2024
Tasa desempleo Zona euro - MAY	6,40%	6,40%	6,40%	
Crecimiento PIB USA (trimestral) - 1T	3,40%	1,30%	1,40%	25/07/2024
Crecimiento PIB Zona euro (trimestral) - 1T	0,00%	0,30%	0,30%	

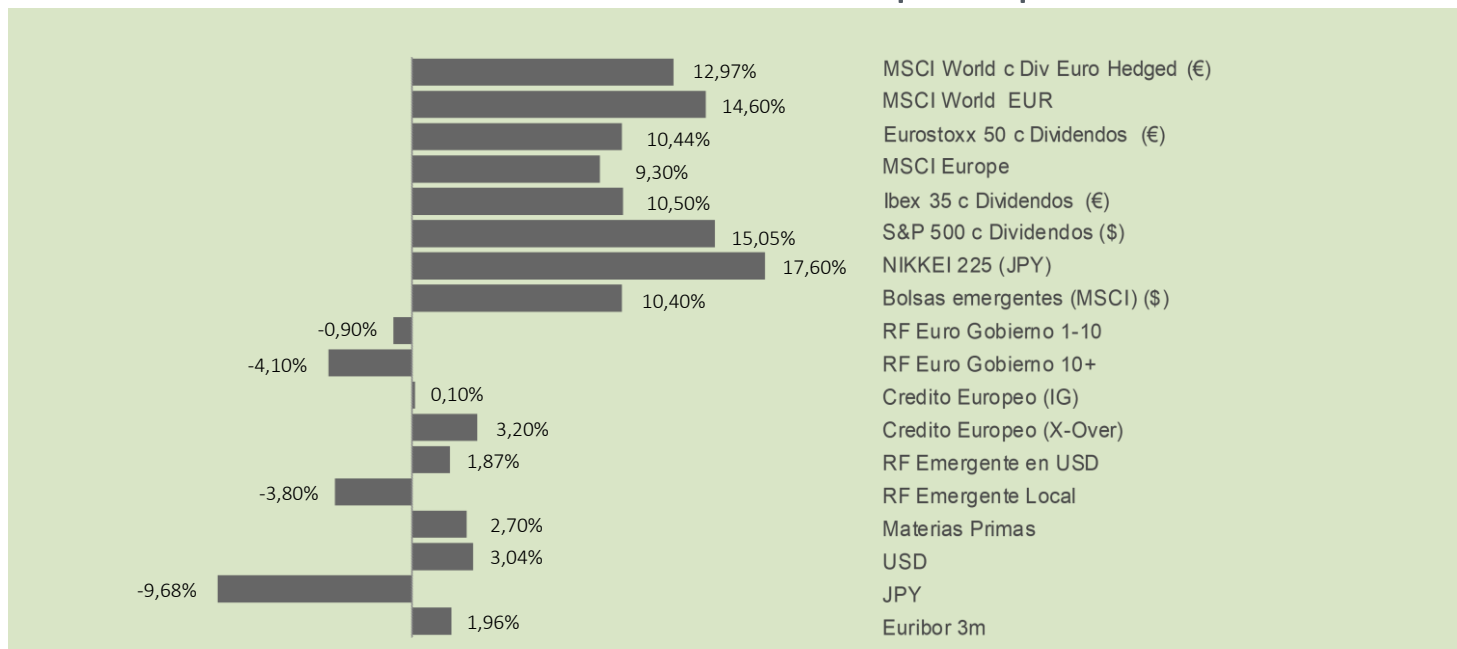
## Rentabilidades de los principales índices

	ÚLTIMA SEMANA	MTD
MSCI World c Div Euro Hedged (€)	0,13%	2,28%
MSCI World EUR	0,20%	3,60%
Eurostoxx 50 c Dividendos (€)	-0,27%	-1,74%
MSCI Europe	-1,20%	-0,80%
Ibex 35 c Dividendos (€)	-0,70%	-3,11%
S&P 500 c Dividendos (\$)	-0,06%	3,55%
NIKKEI 225 (JPY)	1,80%	2,20%
Bolsas emergentes (MSCI) (\$)	-1,10%	4,90%
RF Euro Gobierno 1-10 años	-0,10%	0,50%

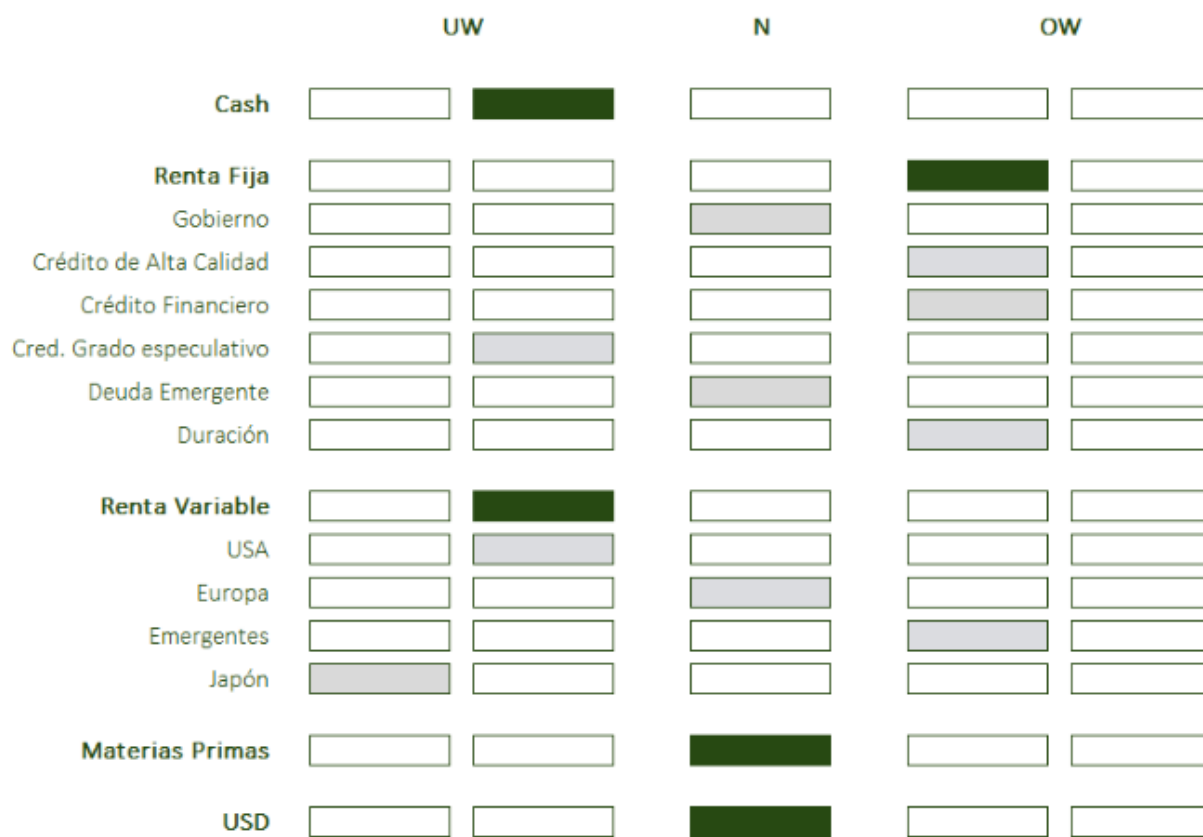
	ÚLTIMA SEMANA	MTD
RF Euro Gobierno 10+ años	-0,80%	0,20%
Crédito Europeo (IG)	0,00%	0,70%
Crédito Europeo (HY)	0,00%	0,40%
RF Emergente en USD	-0,27%	0,41%
RF Emergente Local	-0,20%	-1,20%
Materias Primas	-1,40%	-1,60%
USD	-0,19%	1,25%
JPY	-0,85%	-0,99%
Euribor 3m	0,09%	0,30%

Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 28/06/2024)

## Rentabilidad acumulada en el año de los principales activos (28/06/2024)



## Ponderación de las carteras respecto a los índices



## Nota importante

Todas las opiniones y estimaciones facilitadas están elaboradas en base a fuentes consideradas como fiables. No obstante lo anterior, Alantra Wealth Management no puede garantizar que sean exactas o completas y no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de las informaciones facilitadas en este documento.

Este documento comercial se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta o invitación para la adquisición o contratación de instrumentos o servicios de inversión, no pretendiendo reemplazar al asesoramiento necesario en esta materia y no constituyendo una oferta de compra o venta.

Este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en un fondo o sociedad de inversión debe consultar su documentación legal, incluyendo el último folleto informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email [lopdwm@alantrawm.com](mailto:lopdwm@alantrawm.com).

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquelo a través de la dirección del email [lopdwm@alantrawm.com](mailto:lopdwm@alantrawm.com). [www.alantrawealthmanagement.com](http://www.alantrawealthmanagement.com)



MEJOR BANCA PARA ALTERNATIVOS  
Alantra Wealth Management