

**Verano en las carteras ¿Cómo estamos
posicionando las carteras para la segunda parte
del año?**

**JULIO DE 2023
TREA AM**

El equipo multi-activo de Trea AM analiza en este artículo cómo estamos posicionando nuestras carteras de cara a la segunda parte del año, con el objetivo de aprovechar las oportunidades que el actual entorno de volatilidad nos ofrece.

Una vez cerrado el primer semestre del año, es momento de analizar y repasar que ha pasado en los mercados financieros con el objetivo de posicionar las carteras de cara a los próximos meses.

La primera parte de 2023 estuvo marcada por una pérdida de impulso en los datos de actividad, con las manufacturas ahondando en la contracción y con el sector servicios como único motor del crecimiento. Además de los efectos negativos que las subidas de tipos de interés y el menor crecimiento del crédito tuvieron en la inversión, la reapertura de la economía China no fue tan fuerte como se esperaba. Así, terminamos el semestre con revisiones a la baja en las tasas de crecimiento por parte de los organismos supranacionales para la segunda parte del año, especialmente en la Eurozona. Por el lado positivo, el dinamismo del sector servicios permitió una continuación en la creación de empleo, compensando la contracción en las manufacturas y alejando los temores de un ajuste fuerte en las economías.

Los datos de inflación fueron mejorando a lo largo del período, iniciando ya un proceso de normalización hacia los niveles objetivo de los bancos centrales. El problema que se vio durante el semestre fue que los ritmos de reducción de la inflación resultaron más lentos de lo esperado y los bancos centrales volvieron a anunciar políticas restrictivas. Las subidas esperadas serán probablemente menores a las del primer semestre y muestran que el proceso está llegando a su fin, así en algunas economías emergentes ya han comenzado las bajadas de tipos de interés para estimular el crecimiento.

Este entorno de crecimiento débil en regiones manufactureras pero fuerte en todo lo relativo a servicios, ha sido bueno para los activos de riesgo. Destacando los sectores en los que se puede seguir esperando crecimiento y que han visto elevar la prima con la que cotizan frente al resto de los mercados. En los mercados más expuestos a industriales y cíclicas, los rendimientos fueron más moderados.

Los activos de renta fija, saldaron el período con subidas. Los bonos de gobierno sortearon todas las incertidumbres del techo de deuda en EE.UU. y unas subidas de tipos de interés más elevadas de lo esperado, con los bonos a largo plazo moviéndose en un rango estable durante el semestre. A nivel de bonos corporativos las dos incertidumbres más importantes que surgieron en el semestre fueron la banca pequeña de EE.UU. y el ajuste en los precios del inmobiliario comercial tanto en EE.UU. como en la Eurozona. Esto provocó momentos de volatilidad en sectores concretos, permitiendo que los diferenciales cerraran en la parte baja de los últimos meses.

Tabla 1. Rentabilidades de los principales tipos de activo

Índice	Tipo de Activo	Rentabilidad 2023
MSCI WORLD	Renta Variable Global	14%
S&P 500 INDEX	Renta Variable Estados Unidos	16%
STXE 600 (EUR) Pr	Renta Variable Europa	9%
IBEX 35 INDEX	Renta Variable España	10%
BBG Emg Mkt L/M PR	Renta Variable Países Emergentes	2%
BBG Global Aggregate	Renta Fija Global	1%
BBG Treasuries	Deuda pública	1%
BBG Credit	Deuda corporativa	3%
EM USD Aggregate	Renta Fija Países Emergentes	3%
U.S. Treasury	Deuda Pública Estados Unidos	2%

Fuente: Bloomberg (30/06/2023)

Posicionamiento de cara a 2023

El entorno macroeconómico para la segunda mitad de año pensamos que será similar al que hemos experimentado en los últimos meses. Un escenario marcado por la debilidad en el sector manufacturero y una demanda interna compensada por el sector servicios, que dejarán las tasas de actividad próximas a cero en la Eurozona. En este contexto de menor crecimiento esperamos que se mantengan la relajación en las presiones inflacionistas. No obstante, las bajadas más fuertes de inflación no creemos que se produzcan hasta el cuarto trimestre, una vez que veamos un mayor riesgo de parada del crecimiento y del final de las políticas monetarias restrictivas

A nivel de distribución de activos mantenemos una mayor preferencia por la renta fija que por la renta variable. Dentro de la renta fija, optamos por duraciones cortas y bonos con elevado grado de inversión. Si las bajadas de inflación se confirman y las políticas fiscales en los mercados desarrollados se mantienen laxas como hasta ahora, pensamos que sería una buena oportunidad tomar posicionamiento en bonos en países latinoamericanos como México y Brasil.

En renta variable, la segunda mitad de año debería empezar a reflejar las primeras revisiones a la baja de beneficios, hasta ahora sólo las compañías más sensibles al ciclo han visto sus números reducidos. En este entorno el crecimiento es difícil de encontrar, por ello se ha pagado una prima en los últimos meses. En el segundo semestre hay riesgo de que estos sectores de mayor crecimiento no se sitúen a la altura de las valoraciones a las que cotizan.

Tabla 2. Rentabilidades de nuestras estrategias

Fondo	Rentabilidad YTD
Trea Renta Fija Ahorro	1,26%
Trea Renta Fija	1,79%
Trea Emerging Markets Credit Opportunities	2,78%
Trea Global Flexible 0-35	3,24%
Trea Global Flexible	9,54%

Fuente: Bloomberg (30/06/2023)

¿Cómo están posicionando las carteras nuestros gestores?

Directora de Renta Fija



Ascensión Gómez: “En los últimos meses el sentimiento generalizado de mercado venía reflejando que el final de las subidas de tipos de interés estaba cerca. Esto junto con unas tasas de inflación bajando lentamente, pero de manera progresiva, ha provocado que muchos fondos de renta fija hayan alargado la duración de sus carteras con el objetivo de obtener rentabilidades algo más atractivas. Sin embargo, la publicación en las últimas semanas de un par de datos en EE.UU. así como el discurso “hawkish” de algunos banqueros centrales en Europa, hicieron pensar que tal vez las subidas de interés aún no se hayan terminado. Entre ellos encontramos un dato de creación de empleo mucho más fuerte de lo previsto, así como un indicador de actividad (ISM) que en contra de lo previsto también demostró una fortaleza inusual. Nuestros fondos de renta fija están posicionados de manera bastante conservadora en cuanto a duración con una mayor preferencia por bonos dentro del segmento de crédito con grado de inversión. En los próximos meses vamos a continuar aprovechando los niveles altos de los tipos de interés para invertir con el menor riesgo posible. Además, en los niveles actuales no tenemos intención de incrementar la exposición a bonos de high yield ni de mercados emergentes y si continúa el estrechamiento de diferenciales seguiremos reduciendo la exposición a activos de riesgo. En lo que se refiere a duración iremos aumentándola dependiendo de si la curva se coloca con pendiente positiva”.

Gestor Mercados Emergentes / Analista Senior



Jordi Armengol: “Durante el primer semestre nos encontramos con una rentabilidad moderadamente positiva, a pesar de una curva base con bastante volatilidad, una retórica agresiva de los bancos centrales, múltiples casos de *default*, situaciones de estrés de crédito y reestructuraciones dentro del mundo de emergente. Nuestro principal escenario, es que nos encontremos con una segunda mitad de

año muy parecida. La política monetaria restrictiva conlleva riesgos que pueden afectar a las curvas base y generar una posible recesión que vaya impactando en los diferenciales. También pensamos que seguiremos viendo eventos idiosincráticos de los emisores que afectaran positiva o negativamente, y posibles *defaults*, algunos quizás relativamente inesperados. Sin embargo, la situación de los tipos americanos, cerca de los máximos del año, pueden consolidar un contexto de estabilidad de curva que genere rendimientos moderadamente positivos más allá del *carry*.

Respecto al posicionamiento regional, continuamos como en los últimos meses, con una exposición muy reducida en Asia debido a las elevadas valoraciones y riesgos, en particular, la seguridad jurídica inherentes en comparación con las rentabilidades ofrecidas. Como punto a destacar continuamos con una exposición nula al sector inmobiliario chino. La región más importante continúa siendo América Latina donde se encuentran los dos países con más exposición en la cartera: Brasil y México. En estas regiones encontramos valor en compañías de diversos sectores y calidades crediticias. Desde la muy alta calidad de un crédito como Bimbo en México a la E&P *high yield* colombiana, Frontera, además de algunos soberanos de sólidos fundamentos macroeconómicos.

Al situarnos en un escenario en el que se ha producido un estrechamiento de diferenciales con un aumento de las tasas de *default*, continuamos siendo muy selectivos con el crédito. Mantenemos una parte de la cartera en oportunidades muy concretas, como bonos castigados por el país donde operan o por su situación particular; otra en bonos cortos con valor y finalmente una en bonos seguros, pero con más duración para así, estar posicionados en caso de que se produjera un deterioro de la situación macroeconómica con la consecuente bajada de tipos de interés. Con todo ello, la *yield* de la cartera continúa cercana al 10%, pensamos que el *carry* debería ofrecer cierto colchón a medio plazo a pesar de la posible volatilidad a corto plazo. En nuestra opinión, la cartera actual aglutina bastante valor, aunque requiere de algo de tiempo para que este pueda aflorar”.

Director de Renta Variable España y Fondos de Pensiones



Federico Battaner: “Nuestras carteras globales se han comportado muy bien durante la primera parte del año, con revalorizaciones superiores a sus índices de referencia. Nuestra convicción en las grandes compañías tecnológicas estadounidenses ha ayudado mucho a nuestras estrategias. Algunos ejemplos en cartera pueden ser Meta Platforms, Oracle o Alphabet, compañías de altísima calidad que comenzaron el año a valoraciones que considerábamos muy atractivas.

De cara a la segunda parte del año, hemos comenzado a rebalancear nuestro posicionamiento, reduciendo el peso en cartera de algunas de estas acciones que se han revalorizado mucho con el objetivo de aprovechar las oportunidades que nos está ofreciendo el mercado en otros sectores y geografías. Entre los sectores a destacar estarían el de la salud, el industrial y el financiero. A nivel geográfico

estamos aumentando nuestra exposición a Europa, sin perder a EE.UU. como nuestro principal mercado. Por último, nos gustaría destacar que una constante en nuestras inversiones es la selección de compañías de calidad y con grandes ventajas competitivas, con independencia del sector o región en la que se encuentre. Entre las nuevas posiciones que estamos construyendo, podemos destacar compañías como la segunda mayor aseguradora en EE.UU., Elevance Health, el proveedor industrial clave en instrumentos de control y movimiento, Parker Hannifin o el operador de referencia en los mercados bursátiles, Euronext”.

Director de Renta Variable Europa



Xavi Brun: “El primer semestre del año ha parecido ser el rally más odiado de todos los tiempos, con el fantasma de la recesión acechando en cada momento. Si la valoración de una empresa consiste en la división entre un numerador (flujo de caja futuros) y un denominador (tipos de interés), el año pasado se ajustó este último, sin embargo, el mercado no vio que la inflación es subida de precios. Justo lo que ha pasado este año, se ha ajustado el numerador. ¿Y a futuro? Volatilidad, no obstante, las compañías que tenemos en nuestras carteras de renta variable global y europea tienen la ventaja competitiva de subir precios en la misma medida que la inflación y gozar de un apalancamiento operativo que provoca que sus beneficios aumenten en mayor proporción. De esta manera esperamos que empresas de corte *compounder* lo continúen haciendo bien, así como compañías cíclicas en las que han invertido muy poco y la demanda se ha mantenido o aumentado, ejemplo de ello son el cobre o el crudo”.

Desde el equipo de Trea AM os deseamos un feliz verano. Cuidaremos de sus inversiones como si fueran las nuestras, porque en realidad, nuestros ahorros están con los suyos.

Un cordial saludo por parte de todo el equipo de Trea AM.



La información contenida en esta presentación es confidencial, está dirigida exclusivamente a inversores cualificados, no pudiendo su receptor, bajo ninguna circunstancia, mostrar esta presentación, ya sea toda o en parte, a terceros, copiarla, transmitirla o, de cualquier modo, ponerla a disposición de personas no autorizadas por el emisor de la misma. Recomendamos que los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por terceros, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

Esta presentación tiene carácter confidencial para su receptor y no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores,

TREA ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A., con domicilio en Avenida Diagonal, 640, 3E, 08017 Barcelona, España; con CIF. A-64.472.681, está inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona (Inscripción D-242646, Tomo 44176, Folio 149) y autorizada e inscrita en el registro de la CNMV con el número 217.