

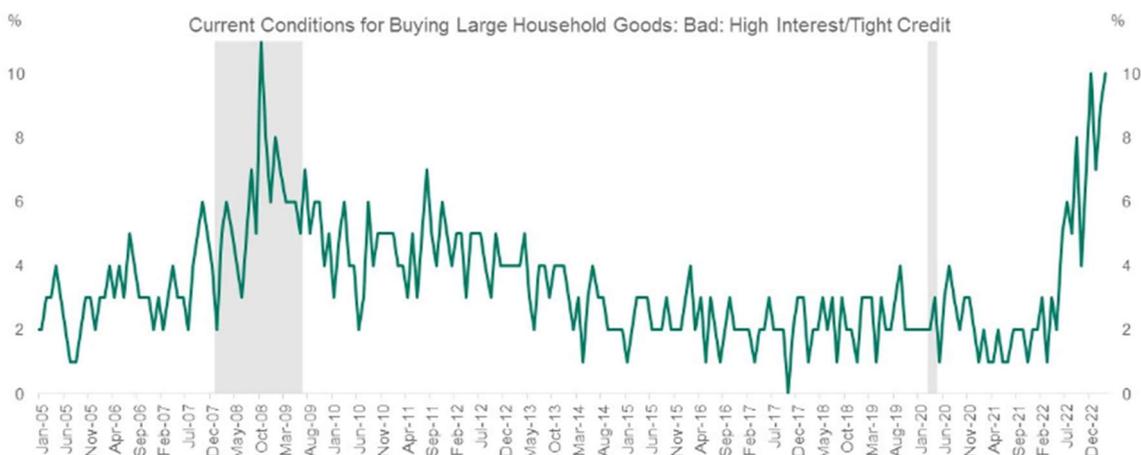
COMENTARIO 1T23

Comienzo del año con un mejor tono en este 2023. Se está produciendo un aparente cambio de tendencia en algunos índices de renta variable, especialmente en los índices europeos, justificado por su menor valoración relativa con otros índices de países desarrollados. Y también un suelo aparente en la renta fija, después de su peor año en más de 50 años. Estando la tasa terminal de subida de tipos de interés de los Bancos centrales cada vez más cerca.

No obstante, este periodo de ajuste monetario de varios meses ha hecho que se presenten indicios de debilidad en las economías desarrolladas. Los bancos centrales están empezando a “romper” cosas dentro de la economía. Este trimestre hemos asistido a la quiebra del banco Silicon Valley, banco especializado en financiar nuevas empresas tecnológicas en EE. UU, esta ha sido la quiebra bancaria más importante desde Lehman Brothers. Este evento inició un contagio a otros bancos regionales en EE. UU., y siguió semanas después con la caída de Credit Suisse, sembrando el pánico en los depositantes e inversores durante algunas sesiones. A pesar de esto, las autoridades han tomado medidas para contener estos temores y los mercados han relativizado el riesgo banco a banco.

Tuvimos un fuerte aumento de la volatilidad a corto plazo con los hechos mencionados, los índices americanos llegaron a ponerse negativos en el año después de un muy buen enero. Por su parte, los bancos centrales han seguido aumentando las tasas de interés para combatir la inflación, que sigue estando por encima de sus objetivos, si bien es cierto que la FED solo ha subido 25 pb en su última reunión, y las ultimas lecturas de inflación indican subidas de otros 25 pb en la siguiente reunión de mayo. El presidente de la Reserva Federal ha sido más cauteloso que su homóloga europea sobre la futura trayectoria de las tasas de interés, reconociendo el impacto negativo de la crisis bancaria en las condiciones financieras. De hecho, esta crisis ha endurecido las condiciones crediticias de una manera abrupta, y que sin duda corresponderían a tasas de interés más altas, como podemos observar en el siguiente gráfico, ya a niveles similares a 2008.

Tasa efectiva de crédito USA



Fuente: University of Michigan, Haver Analytics, Apollo Chief Economist

En China, aunque los indicadores económicos han mostrado una buena recuperación desde la reapertura del país, todavía hay preocupación por su proximidad a Rusia, como se evidencia en la reciente visita del presidente chino a Moscú. Esto ha lastrado los mercados que se han quedado rezagados en este primer trimestre.

Respecto a la renta fija, en marzo, la volatilidad en los tipos de interés de la deuda pública se acentuó y los riesgos de recesión aumentaron, lo que ocasionó una caída brusca en los vencimientos cortos de la deuda estadounidense a 2 años (-80 puntos básicos). Esto afectó negativamente al crédito y a los sectores cíclicos, como el financiero, pero favoreció a los activos más resistentes en tiempos de recesión, como el oro o el sector sanitario, así como al sector tecnológico, que tiene una correlación negativa con los movimientos de los tipos de interés. Por último, esta dinámica llevó a una depreciación del dólar, lo que respalda nuestra recomendación de protegerse contra su depreciación a medio plazo mediante coberturas o activos cubiertos.

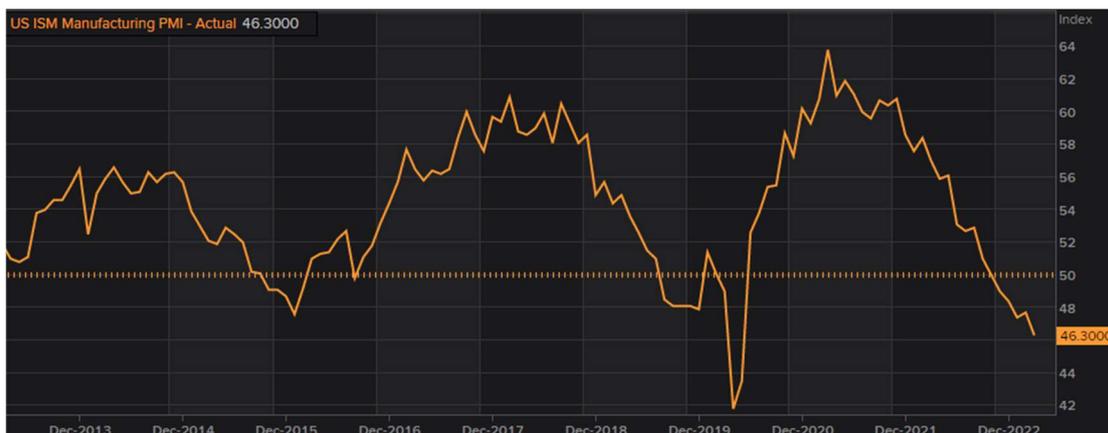
¿ATERIZAJE SUAVE O RECESION?

Primero, fueron las empresas de hipercrecimiento y apalancadas, que sufrieron el zarpazo del endurecimiento de la política monetaria de los Bancos centrales, con caídas en algunos casos de más del -75%, estas caídas no solo se produjeron en empresas small cap sino que también en gigantes tecnológicos del tipo Netflix, Meta, Nvidia, etc. No hay que olvidar que la tecnología americana llegó a caer un -40% a nivel de índice en 2022. Ahora las subidas de tipos tan bruscas están haciendo hecho mella en muchos otros balances corporativos, y en el consumo con la importancia que tiene este sobre el PIB. Las economías familiares ven como los ahorros acumulados en la Covid-19 van desapareciendo, con encarecimiento en créditos de consumo, tarjetas e hipotecario para nuevas viviendas, y también para revisiones de tipo variable.

La Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos ha publicado cifras la semana pasada que muestran dos historias diferentes en cuanto a la **inflación**. La buena noticia es que la inflación general ha bajado por noveno mes consecutivo, cayendo desde al 6% en febrero y al 5% en marzo, su nivel más bajo desde mayo de 2021. Sin embargo, la inflación subyacente ha aumentado una décima hasta el 5,6%, superando así la inflación general. Los precios de los alimentos y la energía han dejado de ser los culpables del aumento de los precios, que ahora se extiende a toda clase de productos y servicios. Se prevé que EEUU acabe el año con una inflación entre el 3,5%-2,5% alcanzando el objetivo de la FED en su rango bajo. También la inflación en Europa sigue moderándose.

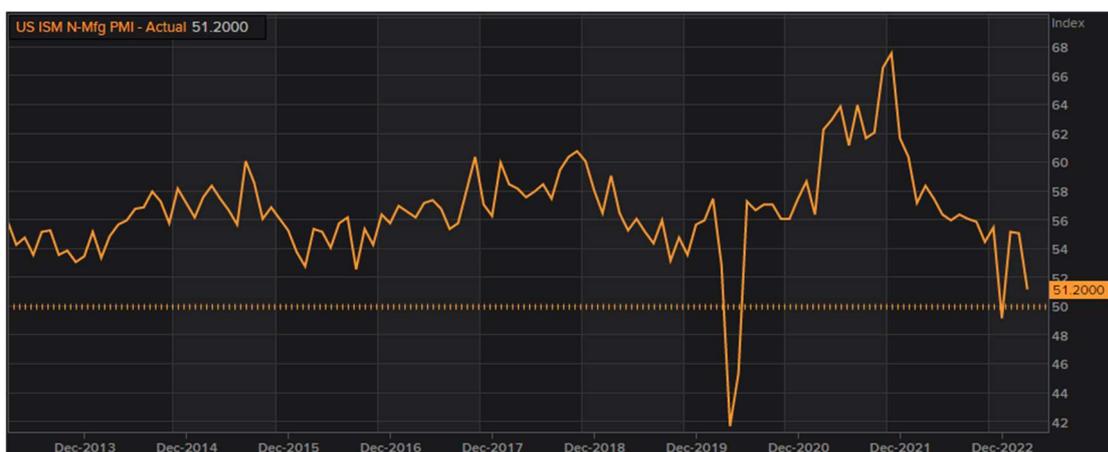
La inflación alcanzó su nivel más alto en cuatro décadas, tocando el 9,1% en junio del año pasado, pero ha disminuido desde entonces, como intuíamos en nuestros últimos informes con la gran caída desde máximos de las materias primas. El consenso de mercado estima que la inflación siga cayendo a lo largo del año, pero el riesgo de una espiral de precios-salarios sigue siendo una preocupación para las autoridades monetarias. El mercado laboral ha mostrado una vigorosa evolución, no obstante, otros indicadores adelantados si parecen apuntar a una recesión con una probabilidad muy alta. Tenemos los índices los índices de manufactura y servicios rompiendo niveles clave y descendiendo, recordamos que estos índices por debajo de 50 indican recesión.

ISM Manufacturero USA



Fuente: Reuters. Universidad de Michigan.

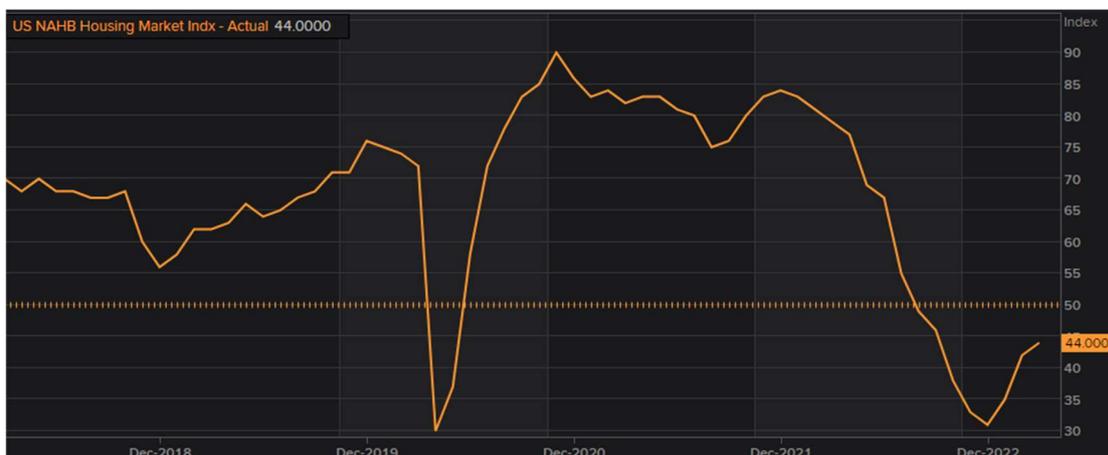
ISM Servicios USA



Fuente: Reuters. Universidad de Michigan.

También la subida de tipos esta teniendo un impacto importante en el inmobiliario, sector muy importante dentro de la economía americana. Este efecto también se está mostrando en Europa, teniendo una caída importante de hipotecas firmadas durante este año.

Índice mercado de la vivienda USA

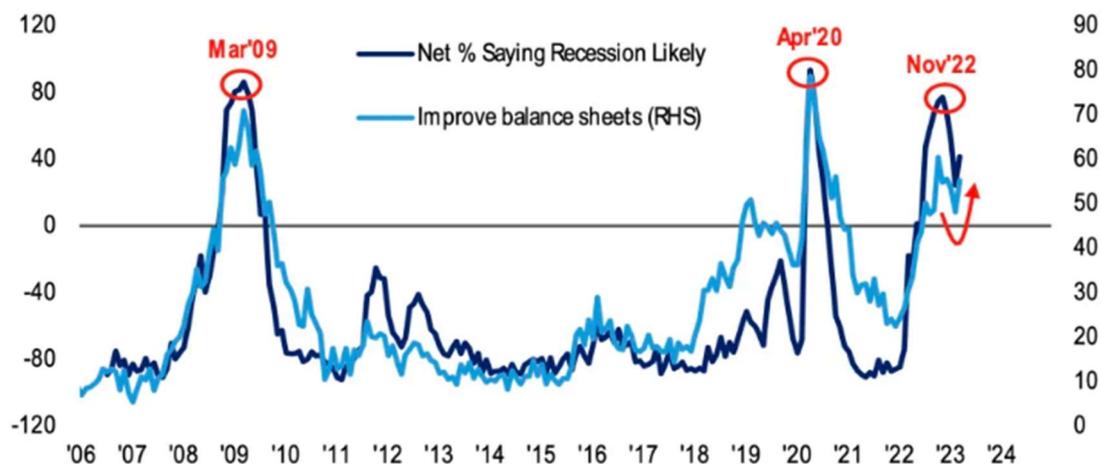


Fuente: Reuters. Well Fargo Housing market.

La Reserva Federal en su Outlook económico presentado en sus últimas actas hablaba de una posible recesión suave a final de año, junto con un crecimiento por debajo de la media en 2024, y un crecimiento en la media en 2025.

Un gráfico muy interesante es este del research de Bank of America se observa el porcentaje de economistas que cree que la recesión es probable en los próximos 12 meses. Casualmente, las dos ultimas veces que se giró desde máximos coinciden con dos suelos muy relevantes del mercado en marzo de 2009 y en abril del 2020, la ultima vez que se ha girado fue en noviembre de 2022 que coincide con el último suelo visto por los mercados en el corto plazo.

Miedo de recesión en los próximos 12 meses. Probabilidad



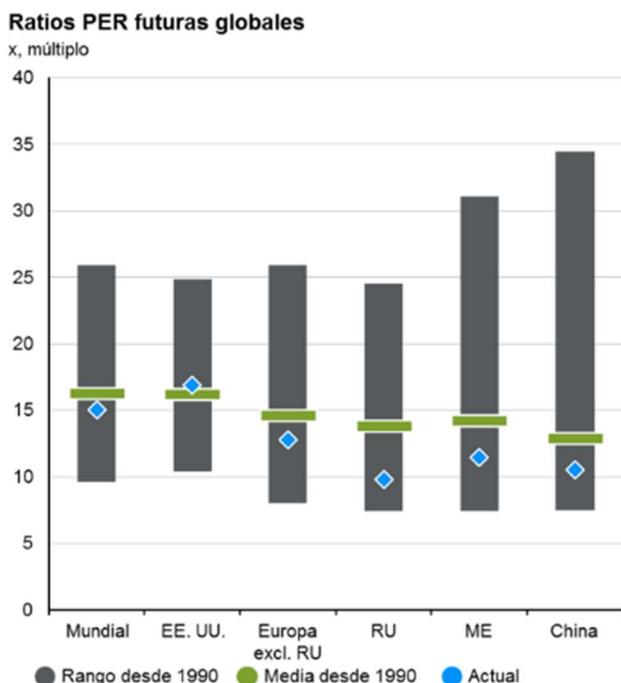
Fuente: Bank of America Global Research

SITUACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Normalmente los mercados financieros descuentan con 9-12 meses de antelación lo que puede pasar en la economía. El año pasado fue un desastre a nivel de inversión, juntándose factores que suelen pasar cada 50 años, esto hizo que casi todos los activos de riesgo cayeran a doble dígito sin encontrar refugio en renta fija, que también se depreció al ritmo en muchos casos de la renta variable. Curiosamente, todo esto ocurrió con crecimiento económico positivo a nivel de PIB. Ahora está pasando lo contrario, los mercados se están apreciando, con muchos indicios de que estamos abocados a una recesión. ¿Por qué? Observamos que los mercados exageran sus movimientos tanto al alza como a la baja, y quizá eso es lo que pasó el año pasado. Algunas empresas llegaron a precios ridículos si lo comparáramos con la calidad de sus negocios y fundamentales, y la renta fija fluctuaba descontando subidas de tipos mucho más agresivas. De confirmarse la vuelta del mercado, este podría ser el nuevo ciclo alcista más negativo de la historia. Un buen analista bursátil que sigo mucho dice que el mercado tiene que pasar de descontar algo muy malo a malo para recuperarse de sus mínimos, y estoy muy de acuerdo en esa afirmación.

Como activos reales que son las empresas deberían apreciarse por el efecto inflación, y más las empresas que tienen capacidad para aplicar esta inflación a sus precios, para mantener o aumentar márgenes. Otro factor muy importante es la valoración, tenemos que, por primera vez en muchos años, al igual que pasó con el estilo de inversión Value con el Growth en 2021, la bolsa europea lo hace mejor que la americana. Parece que con los tipos apretando las valoraciones importan y a nivel de valoración la bolsa europea está más barata que la americana. De hecho, USA es el único mercado que está en unos múltiplos mayores que su media histórica como podemos observar en el siguiente gráfico.

Valoraciones de la renta variable por regiones



Fuente: JP Morgan

Con todo esto, tenemos a los mercados recuperando desde mínimos de 2022 siendo este el resultado a cierres de trimestre.

Renta Variable Internacional		
	1 trim	YTD
Stoxx 600. Europa Eur	6,74%	6,74%
IBEX 35 - España	12,19%	12,19%
SP500 - EEUU USD	7,04%	7,04%
Nasdaq - Tecnología EEUU USD	20,49%	20,49%
Russell 2000 - Pequeña EEUU USD	2,74%	2,74%
MSCI Asia Ex Japan EUR	2,10%	2,10%
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 31 Mar 23		
Renta Fija Internacional		
	YTD	
Bund 10 y- Bono Aleman 10 años	3,10%	
US Treasury 10 y - Bono Americano 10 años	3,30%	
Investment Grade EU - Grado de inversion Europeo	1,50%	
Investment Grade US - Grado de inversion Americano	2,50%	
EM Sovereign - Emergente soberano	1,20%	
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 17 Mar 23		

PREVISION EN LOS PROXIMOS TRIMESTRES

Mantenemos las carteras llegando a riesgo central de renta variable desde la infraponderación del año pasado. La idea es seguir incrementando la renta variable hasta la neutralidad o incluso hasta la sobreponderación si tenemos caídas importante en los mercados. Somos constructivos en la renta variable, con una visión prudente. Presentamos equilibrio entre las posiciones value y growth, desde la infraponderacion de growth.

Seguimos aumentando el peso de renta fija, desde fondos de retorno absoluto y de liquidez, nos gusta el corporate europeo y americano, además de la deuda gubernamental a corto plazo. La duración se podrá aumentar un poco más adelante, ahora mismo preferimos el tramo de 1 a 3 años de la curva dada la increíble inversión de la curva de tipos, donde los tramos cortos pagan bastante más que los largos. Si efectivamente estamos cerca de los tipos terminales las tires actuales son muy interesantes para construir cartera. Por fin, la renta fija cumple un papel diversificador con Tires positivas en las carteras. Nos sigue gustando los mercados emergentes en un entorno donde el USD se está depreciando, esto podría hacer que los mercados emergentes se comporten mejor que los desarrollados en los próximos trimestres.

Estamos a vuestra disposición para comentar el informe o cualquier cuestión que os apetezca.

Un cordial saludo.