

## Revisión del mercado febrero 2023



Aunque el comportamiento de los índices bursátiles en enero no fue tan extraordinario como en los dos últimos meses de 2023, los inversores seguían en modo "festivo". De hecho, en estos momentos se cierne sobre los mercados bursátiles una especie de rally de fin de año. La esperanza de un escenario "Ricitos de oro" está motivando a los inversores a favorecer los valores de crecimiento. La expectativa de consenso es que la inflación siga bajando hacia el objetivo del 2% de los bancos centrales, al tiempo que se apuesta por una actividad económica que debería permitir a los países desarrollados evitar la recesión. En este escenario, es probable que los banqueros centrales empiecen a recortar los tipos en un futuro próximo. Las tensiones en el Mar Rojo, que podrían alejar el fantasma de interrupciones en la cadena de suministro y presionar así al alza la inflación a corto plazo, no parecen haber tenido mucho impacto en los inversores. En consecuencia, los índices bursátiles ganaron entre un 1% y un 3% a lo largo del mes. El S&P500 incluso se permitió el lujo de superar un máximo histórico. Algunas empresas, como Nvidia, que ganó más de un 24% en enero tras un rendimiento del 238% en 2023, y ASML, que ganó más de un 17% en el mes, ya están registrando rendimientos que podríamos calificar de indecentes. Los grandes perdedores en el entorno actual son las empresas de pequeña y mediana capitalización, que siguen obteniendo peores resultados que sus homólogas de mayor tamaño. Por ejemplo, el Russell 2000 se contrajo casi un 4%. Estas últimas están más expuestas a las consecuencias de un ciclo económico menos dinámico y de un acceso restringido al crédito, lo que está enfriando el apetito de los inversores por este segmento.



En los mercados bursátiles asiáticos, el índice Nikkei 225, que incluye los principales valores de Japón, se disparó un 8,4% hasta un nivel no visto desde 1990, ayudado por la caída de su divisa (un 4% frente al dólar estadounidense). Por el contrario, a pesar de un nuevo intento del PBoC de estimular la economía bajando los tipos de interés, las bolsas chinas prosiguieron su descenso a los infiernos (-10% en el mes). Como señalábamos en nuestra carta anterior, los inversores esperan señales positivas que les devuelvan la confianza en este mercado, asolado por los contratiempos. La liquidación del gigante inmobiliario chino Evergrande por un tribunal de Hong Kong no contribuirá a restablecer la confianza necesaria para una recuperación duradera. La empresa, que atraviesa dificultades financieras desde hace más de tres años, no ha sido capaz de presentar un plan convincente de reestructuración de su deuda. Es demasiado pronto para saber si esta noticia tendrá un efecto dominó en otros actores del sector, pero está claro que es algo que hay que seguir de cerca. También es difícil decir si las elecciones taiwanesas han tenido un impacto negativo en el mercado chino. El hecho es que, aunque su resultado fue el más bajo de las tres últimas elecciones presidenciales del país, el candidato independentista ganó ampliamente, poniendo en aprietos a las autoridades chinas en sus planes de reunificación. En las principales divisas no hay mucho que reseñar, aparte de la caída del yen japonés mencionada anteriormente y la tendencia a la apreciación del dólar estadounidense, excepto frente al franco suizo (como de costumbre...).

### Tendencias del mercado hasta finales de enero de 2024

Equities in Local Currencies								
End of January	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	1.14%	1.59%	2.81%	1.51%	-0.24%	1.76%	-4.68%	-6.29%
Perf 3 Month	15.77%	15.54%	14.46%	11.20%	11.76%	9.07%	6.62%	-10.00%
Perf YTD	1.14%	1.59%	2.81%	1.51%	-0.24%	1.76%	-4.68%	-6.29%

Commodities					Currencies vs EUR			
End of January	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	5.86%	6.06%	-1.14%	0.58%	2.04%	-2.03%	1.67%	-0.32%
Perf 3 Month	-6.38%	-6.52%	2.80%	6.14%	-2.24%	0.92%	2.07%	3.32%
Perf YTD	5.86%	6.06%	-1.14%	0.58%	2.04%	-2.03%	1.67%	-0.32%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of January	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.38%	-0.27%	-0.33%	-0.15%	-1.81%	-0.70%	-0.19%	-0.56%
Perf 3 Month	7.90%	8.23%	5.79%	8.56%	11.62%	9.16%	9.39%	9.11%
Perf YTD	-1.38%	-0.27%	-0.33%	-0.15%	-1.81%	-0.70%	-0.19%	-0.56%

Fuente: Bloomberg 31/01/24.



Tras un fuerte repunte a finales de año, los bonos recuperaron el aliento en enero. Las cifras de inflación de diciembre, ligeramente mejores de lo previsto, y la perspectiva incierta de una primera bajada de tipos de los bancos centrales fueron las principales razones de un repunte de los rendimientos en toda la curva. Es cierto que estos movimientos no se parecen en nada a lo que vimos en 2022, pero hemos asistido a una ligera subida de los rendimientos a largo plazo, como el rendimiento estadounidense a 10 años, que subió 3 puntos básicos. Lo mismo ocurre con su primo alemán, que ha recuperado 14 puntos básicos tras caer más de 80 puntos entre noviembre y diciembre de 2023. A pesar del endurecimiento de las condiciones de crédito tanto para particulares como para empresas, los diferenciales de crédito se mantienen relativamente estables. Como ya se ha mencionado, en 2024 y 2025 deberían surgir importantes necesidades de refinanciación, lo que podría aportar un toque de volatilidad a determinados segmentos. En cuanto a las materias primas, el uranio se perfila como el gran ganador de la inercia observada en la transición energética. Mientras que los sectores de la energía solar y eólica se están poniendo las pilas, el uranio disfruta de su apogeo. Los precios del uranio subieron otro 10% en enero, por 7º mes consecutivo. Los nuevos proyectos de construcción de centrales nucleares en todo el mundo, muchos de ellos en China, han contribuido a este rendimiento. En cuanto a los activos digitales, se ha tomado una decisión histórica. La SEC aceptó finalmente permitir la emisión de ETF basados en Bitcoin, pero este último, que terminó enero prácticamente sin cambios, no se benefició realmente, a pesar de haber alcanzado su máximo justo después del anuncio. Esto da cierta legitimidad a esta controvertida clase de activos.

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Cumulative	Annualized
<b>BTC</b> 5,516%	<b>SPX</b> 12%	<b>BTC</b> 37%	<b>BTC</b> 119%	<b>BTC</b> 1,300%	<b>AGG</b> 0%	<b>BTC</b> 92%	<b>BTC</b> 302%	<b>BTC</b> 58%	<b>CMT</b> 20%	<b>BTC</b> 156%	<b>BTC</b> 315,678%	<b>BTC</b> 124%
<b>SPX</b> 26%	<b>AGG</b> 5%	<b>AGG</b> 0%	<b>HY</b> 17%	<b>EM</b> 35%	<b>HY</b> -2%	<b>SPX</b> 29%	<b>Gold</b> 24%	<b>CMT</b> 30%	<b>Gold</b> 1%	<b>SPX</b> 25%	<b>SPX</b> 226%	<b>SPX</b> 13%
<b>HY</b> 6%	<b>HY</b> 2%	<b>SPX</b> -1%	<b>EM</b> 15%	<b>SPX</b> 18%	<b>Gold</b> -3%	<b>EM</b> 21%	<b>SPX</b> 15%	<b>SPX</b> 29%	<b>HY</b> -11%	<b>HY</b> 12%	<b>HY</b> 64%	<b>HY</b> 5%
<b>AGG</b> -1%	<b>EM</b> 1%	<b>HY</b> -4%	<b>CMT</b> 14%	<b>Gold</b> 12%	<b>SPX</b> -7%	<b>Gold</b> 18%	<b>EM</b> 14%	<b>HY</b> 5%	<b>AGG</b> -12%	<b>Gold</b> 12%	<b>EM</b> 35%	<b>EM</b> 3%
<b>EM</b> -3%	<b>Gold</b> -3%	<b>Gold</b> -11%	<b>SPX</b> 11%	<b>HY</b> 7%	<b>CMT</b> -9%	<b>HY</b> 14%	<b>AGG</b> 7%	<b>EM</b> 0%	<b>EM</b> -18%	<b>EM</b> 9%	<b>Gold</b> 18%	<b>Gold</b> 2%
<b>CMT</b> -9%	<b>CMT</b> -18%	<b>EM</b> -14%	<b>Gold</b> 7%	<b>CMT</b> 6%	<b>EM</b> -15%	<b>CMT</b> 10%	<b>HY</b> 7%	<b>AGG</b> -1%	<b>SPX</b> -20%	<b>AGG</b> 5%	<b>AGG</b> 17%	<b>AGG</b> 2%
<b>Gold</b> -29%	<b>BTC</b> -58%	<b>CMT</b> -25%	<b>AGG</b> 2%	<b>AGG</b> 3%	<b>BTC</b> -73%	<b>AGG</b> 8%	<b>CMT</b> -3%	<b>Gold</b> -6%	<b>BTC</b> -65%	<b>CMT</b> -2%	<b>CMT</b> -4%	<b>CMT</b> 0%

BTC=Bitcoin; SPX=S&P500; HY=HighYield; EM=EmergingMarkets; AGG=AggregateBonds

Como decíamos en la introducción, las tensiones en el Mar Rojo no parecen preocupar de momento a los inversores. Sin embargo, el impacto negativo sobre los activos de riesgo podría ser importante si la situación se recrudeciera. Desde hace varias semanas, los Houthis, organización armada yemení respaldada por Irán, intentan perturbar el tráfico marítimo con destino al Canal de Suez, en un contexto de ataques con misiles y aviones no tripulados contra cargueros comerciales en respuesta a los bombardeos israelíes contra el enclave palestino de Gaza. Por el Canal de Suez pasan 20.000 barcos al año, lo que representa casi el 12% del tráfico marítimo mundial, y sería difícil imaginar otro medio de transporte para el comercio entre China y Europa. Desde hace varias semanas, muchas compañías navieras desvían sus buques.

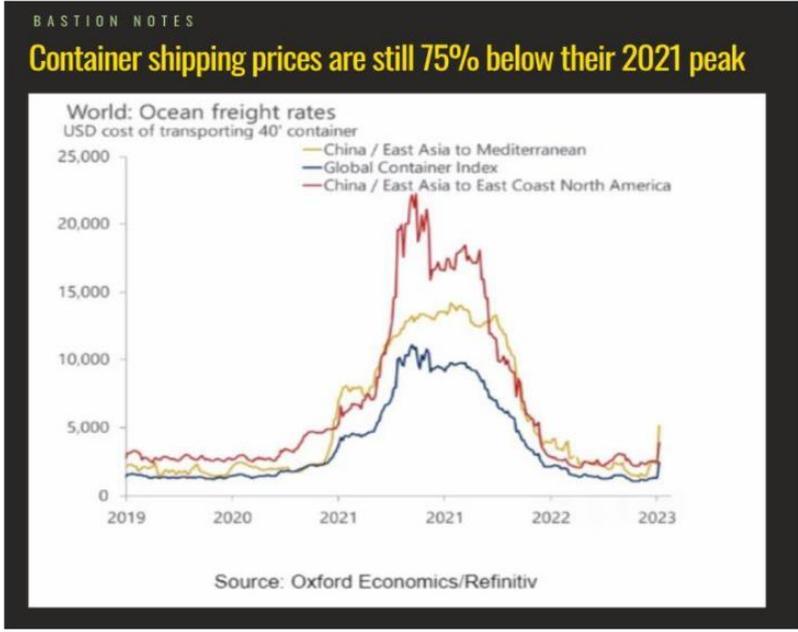


La opción elegida por la mayoría de los transportistas (que es sencillamente la única alternativa posible) es circunvalar África y pasar por el Cabo de Buena Esperanza, lo que aumenta drásticamente las distancias. China, preocupada por sus exportaciones, presiona a Israel pidiendo un rápido fin del conflicto en Gaza, lo que contribuiría a aliviar las tensiones en el Mar Rojo, pero el Estado hebreo no parece verlo de la misma manera...

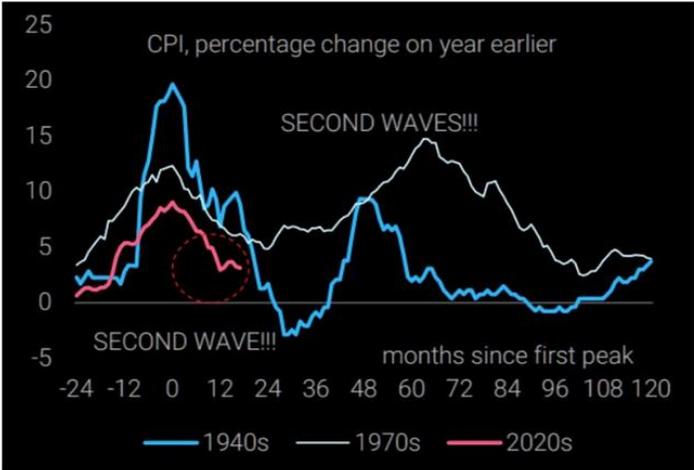


Source: Global Maritime Hub, S&P Global Commodity Insights

Para empeorar las cosas, el Canal de Panamá, un enlace vital entre los océanos Pacífico y Atlántico por el que circula alrededor del 5% del transporte marítimo mundial cada año, está "funcionando" lentamente debido a la sequía, lo que significa que los niveles de agua son insuficientes para mantener el tráfico normal. Por el Canal de Panamá suelen pasar 36 barcos al día, frente a los 24 actuales. Una vez más, esto está provocando retrasos en la entrega de mercancías y largas colas a la entrada del canal. Como pueden imaginar, estas perturbaciones están teniendo repercusiones. Aunque todavía estamos lejos de los niveles alcanzados tras los confinamientos, esto tendrá inevitablemente un impacto en los precios de los bienes vendidos (¿impacto al alza en la inflación?) o presionará sobre los márgenes de beneficio de las empresas (si soportan las consecuencias de estos costes adicionales, lo que parece poco probable). Los precios del petróleo y del gas también podrían ser muy volátiles si la situación no se estabiliza rápidamente.



Los riesgos de una "segunda ola" de inflación son, pues, reales. Los problemas antes mencionados representan claramente un riesgo de sorpresas desagradables a este nivel, sobre todo porque ya hemos visto una ligera subida de la inflación en el 4º trimestre de 2023, tanto en Europa como en Estados Unidos. Para los estadounidenses, esta subida se debe principalmente a los efectos de base sobre los productos energéticos, así como a la inflación de la vivienda, que representa alrededor del 35% de la cesta de referencia. Sabemos que tras un choque inflacionista como el que experimentamos entre 2021 y 2022, la inflación no vuelve necesariamente de forma lineal a su nivel anterior, a pesar de los esfuerzos del banco central. Incluso es dudoso que vuelva a situarse por debajo del 2% de forma sostenida, como ocurrió entonces. Como ya hemos dicho, las consecuencias de los confinamientos han llevado a empresas y consumidores a adoptar nuevos "hábitos". La desglobalización conducirá a una mayor inflación estructural. No es un problema real para la renta variable, pero los inversores deben empezar a incorporarlo a sus modelos de valoración.

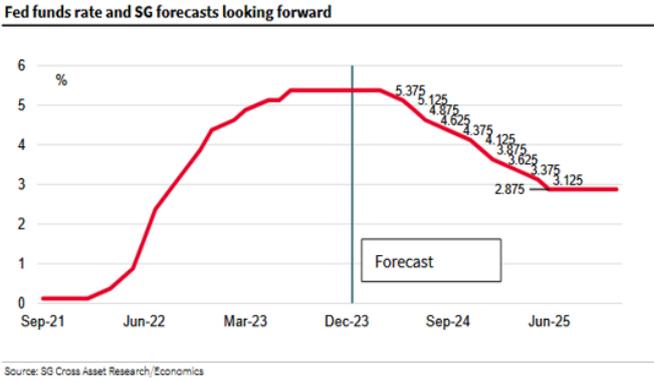
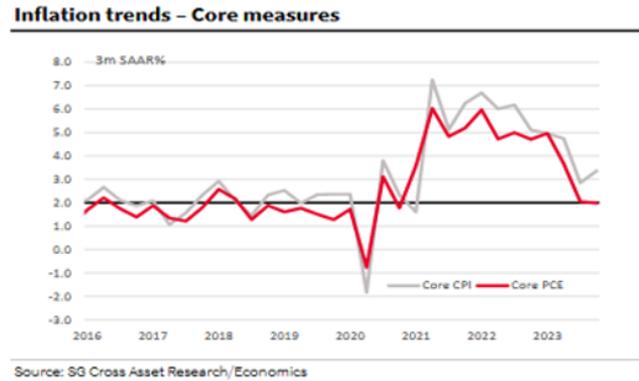


Source: TS Lombard



Cuando hablamos de inflación, no podemos evitar pensar en los bancos centrales que intentan, lo mejor que pueden, controlarla para que no perturbe el funcionamiento de la economía. Los miembros del BCE y de la FED se reunieron a finales de mes para discutir la política monetaria a adoptar. En el viejo continente, en primer lugar, la Sra. Lagarde confirmó que la institución dependía de los datos económicos y que la política evolucionaría en función de estos últimos. Nada nuevo, se podría decir. En cambio, parece haber defraudado las esperanzas de algunos inversores que pensaban que las primeras bajadas de tipos llegarían ya en abril. Sin dar ninguna indicación precisa, parece que el primer recorte se espera para este verano y que deberíamos ver 3 recortes en 2024. Por supuesto, esto sigue siendo hipotético en este momento.

Al otro lado del Atlántico, el mensaje es prácticamente idéntico. Aunque la probabilidad de un ciclo de recorte de tipos en un futuro próximo es alta, el debate se centra en el momento del primer recorte. El Sr. Powell dio a entender que el BCE no movería los tipos hasta tener la certeza de que la inflación está bajo control. Para que eso ocurra, tendría que haber señales claras de que el mercado laboral estadounidense se está relajando. Antes de la reunión, las primeras caídas esperadas por el consenso se situaban en marzo, por lo que no es imposible que esta previsión se revise ligeramente. Parece que el adagio "más alto por más tiempo" ha cobrado todo su sentido.



Algunos ven similitudes entre la situación actual y la burbuja de Internet del año 2000. Ciertamente, como decíamos antes, algunas empresas cotizan a valoraciones extremas y potencialmente preocupantes que podrían desencadenar una corrección. Sin embargo, es importante señalar que estas empresas están generando enormes beneficios cada trimestre, a diferencia de lo que ocurría en 1999-2000. No puede descartarse una contracción de los beneficios en los próximos trimestres, pero estamos muy lejos de la situación de "castillo de naipes" que presenciamos entre 2000 y 2002. Para justificar una valoración tan elevada, estas empresas no tienen margen de error. La menor decepción sobre los márgenes o las perspectivas de crecimiento será inmediatamente castigada, como le ocurrió a Tesla, que perdió un 24% en enero. Por estas razones, venimos repitiendo desde hace varios meses que hay que ser más selectivos que nunca a la hora de elegir empresas, y evitar las que no sean rentables o estén sobrevaloradas. Esta es probablemente la razón por la que las empresas de pequeña y mediana capitalización no gozan de buena salud en estos momentos... pero eso podría cambiar cuando las perspectivas crediticias mejoren. La innovación y el aumento de la productividad deberían permitir a las empresas con mejores resultados seguir atrayendo a nuevos inversores.

Nos adentramos en un año electoral en Estados Unidos. Aunque por el momento el flujo de noticias tiene poca influencia en los mercados, esto podría cambiar con el paso de los meses. Les deseamos a todos un buen comienzo de año.

FIGURE 5 US president by party, real GDP, equity returns and US dollar

	Annualized Real S&P 500 Total Return (%)	Annualized Real GDP Growth (%)	Unemployment Rate At Start Of Term (%)	Annualized Real Trade Weighted Dollar Change (%)	Party	Term Start Date
Truman	9.7	4.7			D	04/12/45
Eisenhower	13.3	2.5	2.8		R	01/20/53
Kennedy	9.9	5.3	6.3		D	01/20/61
Johnson	7.9	5.1	5.5		D	11/22/63
Nixon/Ford	-2.1	2.7	3.4		R	01/20/69
Carter	1.3	3.2	7.8	-1.0	D	01/20/77
Reagan	9.4	3.6	7.4	0.1	R	01/20/81
Bush	11.0	2.2	5.3	-0.2	R	01/20/89
Clinton	14.2	3.8	7.4	2.2	D	01/20/93
Bush II	-5.3	1.9	3.9	-1.5	R	01/20/01
Obama	12.7	2.0	6.9	1.4	D	01/20/09
Trump	13.9	1.8	4.8	-1.5	R	01/20/17
Biden*	2.0	2.8	6.8	3.8	D	01/20/21
Weighted average						
Republican	5.5	2.5	5.8	-0.7		
Democrat	9.6	3.6	5.6	1.5		

\*Biden figures are through Q2 2023.

Source: Haver Analytics through October 5, 2023. Indices are unmanaged. An investor cannot invest directly in an index. They are shown for illustrative purposes only and do not represent the performance of any specific investment. Index returns do not include any expenses, fees or sales charges, which would lower performance. Past performance is no guarantee of future results. Real results may vary.



**Aviso legal:**

Estos documentos están destinados exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que hayan firmado un mandato de gestión y hayan expresado su deseo de recibir dicha información y documentos (como análisis financieros, notas de investigación, informes de mercado y comentarios y/o fichas informativas). Estos documentos no podrán ser comunicados a terceros. La información y las opiniones (incluidas las posiciones) que contienen tienen únicamente fines informativos y no pueden considerarse como una solicitud, oferta o recomendación para vender o comprar valores, para influir en una transacción o para entablar cualquier relación contractual. En particular, ninguna información, documento u opinión (incluidos los posicionamientos) indicados en este sitio web en relación con servicios o productos puede constituir o considerarse una oferta o solicitud de venta o compra de valores o de cualquier otro instrumento financiero en cualquier jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud esté prohibida por la ley o en la que la persona que realiza la oferta o solicitud no posea una licencia o autorización reglamentaria para hacerlo o en la que cualquier oferta o solicitud contravenga la normativa local. Cualquier oferta o solicitud prohibida se considerará nula y sin efecto, y Weisshorn Asset Management hará caso omiso de cualquier comunicación recibida en este sentido. Las rentabilidades pasadas no deben tomarse como indicación o garantía de rentabilidades actuales o futuras, y no se ofrece ninguna declaración o garantía, expresa o implícita, sobre rentabilidades futuras. Se aconseja a los clientes que busquen asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y los riesgos asociados a cualquier operación financiera antes de comprometerse con cualquier inversión o transacción.