



Tras cinco meses consecutivos de ganancias, los índices bursátiles occidentales se estancaron en abril. La mayoría de ellos perdieron entre un 1% y un 5% debido a una saludable recogida de beneficios. Gracias a su perfil más defensivo, los índices europeos se comportaron mejor: el Eurostoxx50 bajó un 1,5% y el Dow Jones un 5%. No obstante, algunos sectores lograron salir ganando, como las petroleras y las mineras, que dependen del precio de sus respectivas materias primas. Los grandes bancos, que se benefician del actual entorno de tipos de interés, también obtuvieron buenos resultados. Por el contrario, los bancos regionales estadounidenses, muy expuestos al mercado inmobiliario comercial nacional, siguen bajo presión. El subíndice (KRE US) perdió un 6,5% en abril y ha bajado un 8,9% desde principios de año.

El periodo de publicación de resultados del 1<sup>er</sup> trimestre, que comenzó hace unas semanas, está transcurriendo bastante bien. Hasta la fecha, la gran mayoría (alrededor del 70%) de las empresas han anunciado beneficios por encima de las expectativas, lo que demuestra que están consiguiendo defender sus márgenes en este entorno inflacionista. Las perspectivas son relativamente optimistas para la mayoría de las empresas, por lo que de momento no hay nada de qué preocuparse en el aspecto microeconómico. Más bien, es la macroeconomía la que ha desanimado a los inversores. A pesar de una ralentización del crecimiento del PIB estadounidense en el primer trimestre, la actividad económica sigue siendo sólida, incluso demasiado como para que la Reserva Federal se plantee un recorte de los tipos a corto plazo. Así pues, la solidez de la economía estadounidense está estimulando un nuevo aumento de la inflación e impulsando al alza los tipos de interés a largo plazo, lo que complica las perspectivas de una política monetaria más acomodaticia. En este contexto, el rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años subió 48 puntos básicos, hasta el 4,67%, un nivel que no se veía desde noviembre de 2023 (y que muchos inversores no esperaban volver a ver a corto plazo). El rendimiento a 2 años, por su parte, subió 41 puntos básicos, superando de nuevo la barrera psicológica del 5%. En Europa, la ralentización económica va por buen camino y la inflación vuelve a acercarse al objetivo del 2% fijado por el BCE. Los rendimientos también han subido, aunque en menor proporción.

## Tendencias del mercado hasta finales de abril de 2024

Equities in Local Currencies								
End of April	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	-3.85%	-4.16%	-3.19%	-2.69%	-1.99%	-4.00%	0.26%	1.89%
Perf 3 Month	3.12%	3.92%	5.87%	4.29%	7.71%	-0.64%	7.19%	12.10%
Perf YTD	4.30%	5.57%	8.84%	5.86%	7.45%	1.11%	2.17%	5.05%

Commodities			Currencies vs EUR					
End of April	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-1.49%	0.43%	2.53%	12.68%	1.17%	-2.92%	0.13%	-0.77%
Perf 3 Month	8.02%	7.53%	12.10%	16.06%	1.43%	-5.51%	-0.14%	-4.98%
Perf YTD	14.35%	14.04%	10.82%	16.73%	3.50%	-7.43%	1.53%	-5.28%

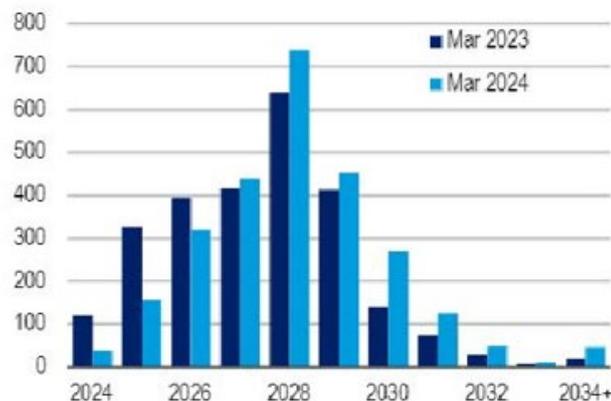
Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of April	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-2.52%	-2.53%	-1.26%	-3.14%	-3.79%	-2.24%	-0.84%	-1.65%
Perf 3 Month	-3.22%	-3.02%	-1.26%	-4.38%	-4.44%	-2.42%	1.46%	0.42%
Perf YTD	-4.55%	-3.28%	-1.59%	-4.53%	-6.17%	-3.10%	1.27%	-0.14%

Fuente : Bloomberg 30/04/24

Como hemos mencionado varias veces en los últimos meses, unos tipos de interés persistentemente altos podrían asfixiar a las empresas con balances muy apalancados, lo que podría provocar cierta dificultad para refinanciarse. Al menos, eso es lo que temen algunos inversores. A continuación, figura un gráfico muy interesante publicado por Bank of America que muestra que el "muro de la deuda" se ha retrasado unos años, sin que las tasas de impago se hayan disparado. Aunque la mayoría de los bancos están adoptando una política de crédito restrictiva, hay que admitir que las empresas emisoras de deuda de alto rendimiento están encontrando, por el momento, la manera de refinanciarse. Esto se refleja en los diferenciales de crédito, que se mantienen estables en niveles relativamente bajos, tanto en el segmento "Investment Grade" como en el "High Yield". Pero no nos apresuremos a cantar victoria. No se puede descartar totalmente una crisis crediticia hasta que la lucha contra la inflación haya terminado y las políticas monetarias se vuelvan más acomodaticias.

**Exhibit 1: HY/BSL debt maturities by year**

Latest vs one year ago



Fuente: Bank of America Global Research



La situación geopolítica también llevó a los inversores a moderar su asunción de riesgos tras la escalada de tensiones entre Irán e Israel. En el marco de su intervención militar, el ejército israelí destruyó un anexo del consulado iraní en Damasco (Siria). Pocos días después, Irán tomó represalias lanzando una ofensiva de unos 300 drones y misiles contra Israel, al tiempo que insinuaba que no habría más intervención militar. El Estado hebreo contraatacó sin causar daños importantes en Irán.

Sin embargo, esta preocupante situación parece estar en vías de "desarmarse", ya que ambas potencias han confirmado que el incidente ha terminado. Como se ha mencionado en varias ocasiones desde el 7 de octubre de 2023, no podemos descartar la posibilidad de que la situación en Oriente Próximo se recrudezca, pero hay que decir que no es el deseo de ninguna de las potencias militares presentes en la región, salvo quizás algunas agrupaciones terroristas. Los inversores tienen que convivir con esta amenaza constante sin centrarse en ella.

Es difícil evaluar el impacto económico directo de estas tensiones sobre los activos financieros. Esto se refleja a menudo en el precio del petróleo. Tras alcanzar un máximo de 87,60 dólares el barril, el precio terminó el mes por debajo de 82, un 1,5% menos. Esto sugiere que los inversores no esperan de momento una guerra directa entre Irán e Israel.

La mayoría de las materias primas también subieron. Algunas se revalorizaron por el temor a una futura escasez, como el cobre, que ganó un 12% al "beneficiarse" de las nuevas sanciones a Rusia por la exportación de metales. Otras, como el oro (+2,5%), se benefician de su condición de valor refugio.

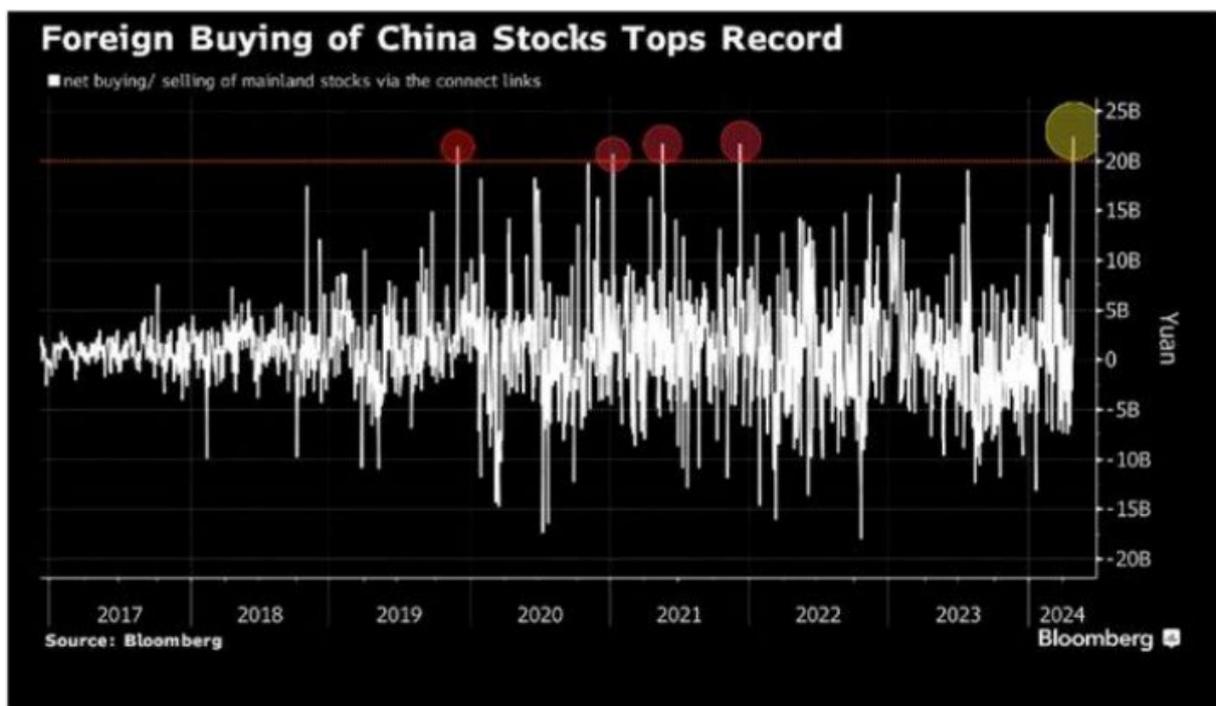


Fuente : Bloomberg, Weisshorn



¿Están empezando a dar sus frutos las medidas adoptadas en los últimos meses por el Gobierno chino y su banco central (PBoC)?

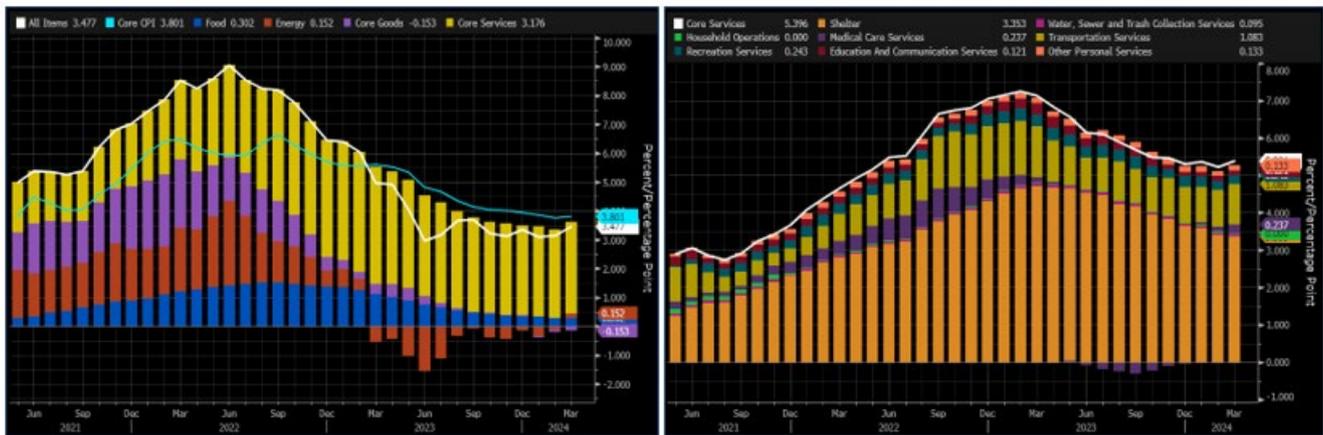
Evidentemente, se trata de una pregunta muy complicada de responder, pero hemos observado una reducción del negativismo durante el mes de abril. El mercado inmobiliario chino, que fue el principal contribuyente al crecimiento del país entre 2010 y 2020, sigue con respiración asistida. Sin embargo, el sector parece estar estabilizándose y el efecto dominó de quiebras que algunos esperaban tras la implosión de Evergrande no se ha materializado (por el momento). Como mencionamos en nuestro comentario de noviembre de 2023, se han tomado diversas medidas para revitalizar la economía del país y atraer a los inversores a los mercados financieros. Las incertidumbres que rodean las intenciones del Reino Medio con respecto a Taiwán no animan a la mayoría de los inversores extranjeros a reconsiderar este país como "invertible". No obstante, los estrategas de UBS recomendaron recientemente sobreponderar la renta variable china. Citan una fuerte capacidad de aceleración del crecimiento de los beneficios. También observan flujos de compra por parte de inversores extranjeros y nacionales. Es difícil afirmar a estas alturas que lo peor haya pasado para la bolsa china, aunque haya repuntado casi un 20% desde sus mínimos de febrero. Puede que esto no represente más que un rebote técnico. En cualquier caso, nos parece prudente seguir de cerca la situación en las próximas semanas.



Fuente : Bloomberg



Como decíamos en nuestra introducción, el crecimiento económico estadounidense se ralentizó (por fin) en el primer trimestre. Mientras que el consenso preveía una cifra del +2,5% para su primera estimación, ésta se situó (apenas) en el +1,6%, mientras que galopaba a un ritmo del 3,4% en el cuarto trimestre de 2023. Se trata de una buena noticia para la FED (y los inversores), que esperan poder realizar su primera bajada de tipos lo antes posible. El problema es que la actividad económica reflejada en los PMI sigue siendo próspera, pero sobre todo que la inflación no baja al ritmo esperado. Al contrario, la inflación ha tendido al alza en las últimas semanas, lo que hace temer una segunda oleada de inflación como la que experimentó la economía estadounidense en los años setenta. Aunque muchos de los componentes de la inflación siguen una tendencia a la baja, la inflación de los servicios se mantiene firme, principalmente por los precios de la vivienda. Así pues, resurgen los temores de estanflación. Hay que subrayar, sin embargo, que el entorno económico actual dista mucho de parecerse al de los años setenta. En aquella época, el presidente Nixon puso fin al Acuerdo de Bretton Woods (lo que provocó una fuerte devaluación del dólar) y el mundo vivía una crisis del petróleo sin precedentes, que hizo que la inflación se disparara. La comparación entre estos dos periodos es, por tanto, difícil de justificar.



Fuente : Bloomberg

Así pues, la inflación complica especialmente la tarea de la FED, y los inversores son conscientes de ello. Si a finales del año pasado el consenso preveía seis bajadas de tipos en 2024, la primera de ellas en marzo, hoy apenas se espera una para el conjunto del año y es probable que la última se produzca en el cuarto trimestre. A pesar de este importante giro, el mercado de renta fija se ha mostrado relativamente resistente. Por supuesto, hemos visto subir los tipos largos unos 80 puntos básicos desde principios de año, pero esta corrección sigue siendo contenida. Todas las demás clases de activos afectadas por esta subida de los rendimientos también han resistido bien, al igual que la renta variable y el oro. ¿Podría ser esto una prueba de que el mercado espera que esta subida de los rendimientos a largo plazo sea temporal y que no habrá una segunda oleada de inflación sostenida? Al menos, eso es lo que piensan algunos economistas, que apuntan al aumento de la productividad y a la deflación importada de China, lo que debería permitir estabilizar la inflación a largo plazo... ¡el debate sigue abierto!



En Europa, la situación es muy diferente. Estuvimos cerca de una recesión técnica en el cuarto trimestre de 2023, y la actividad económica sigue siendo anémica. Al mismo tiempo, la inflación prosigue su tendencia a la baja y se sitúa actualmente en el 2,4%, cerca del objetivo del 2% fijado por el BCE. Se espera que el BCE confirme su primera bajada de tipos de 25 puntos básicos de aquí a junio, y que repita la operación al menos dos veces de aquí a finales de año.

Vontobel

### Inflation Second Wave Checklist

	WHAT IS NEEDED?	CHECK?	COMMENT
 Monetary policy	1 Strongly rising money supply		Today: Mostly negative money growth
	2 Loose real policy rates		Today: Restrictive real policy rates
	3 Significant currency weakness		Today: Not visible in major economies
 Demand shocks	4 Strong economic growth	Watchlist!	Today: Some acceleration visible
	5 Substantially rising fiscal stimulus		Today: High, but has peaked in 2023
	6 Unanchored inflation expectations		Today: Not an issue for the moment
 Supply shocks	7 Another energy price shock		Key to watch: Middle East, Ukraine war
	8 Global supply-chain issues	Watchlist!	Today: Rising freight rates (Red sea)
	9 Housing shortage	✓	Today: Issue limited to the US
	10 Labor shortage	✓	Today: Wage pressure still elevated

Note: Not all signals have to be fulfilled to see a second wave of inflation, in the extreme case two or three are already enough. However, expansive monetary policy (at least one out of the first three arguments) is a necessary condition for high inflation. Source: Vontobel

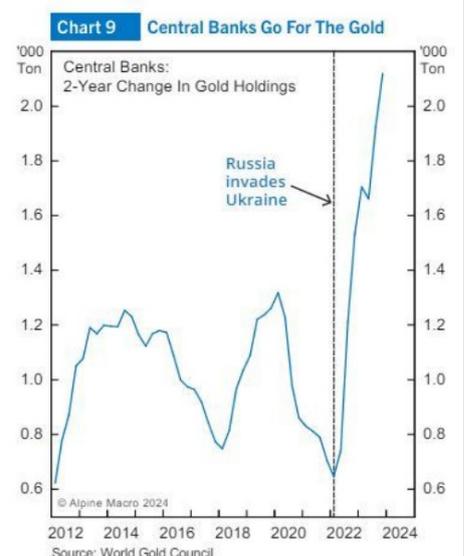
April 16, 2024

14

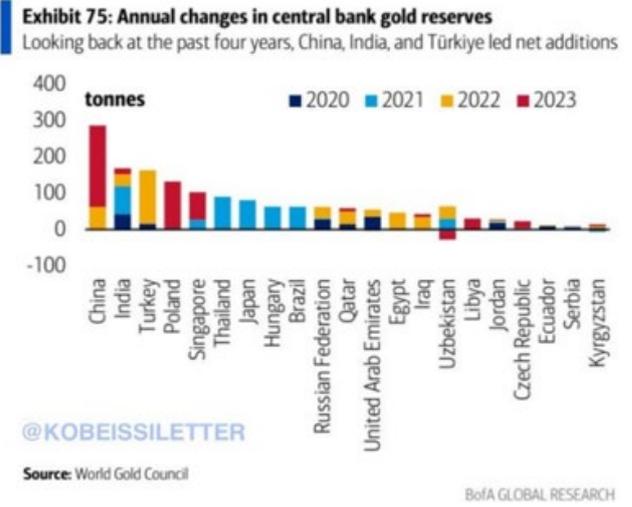
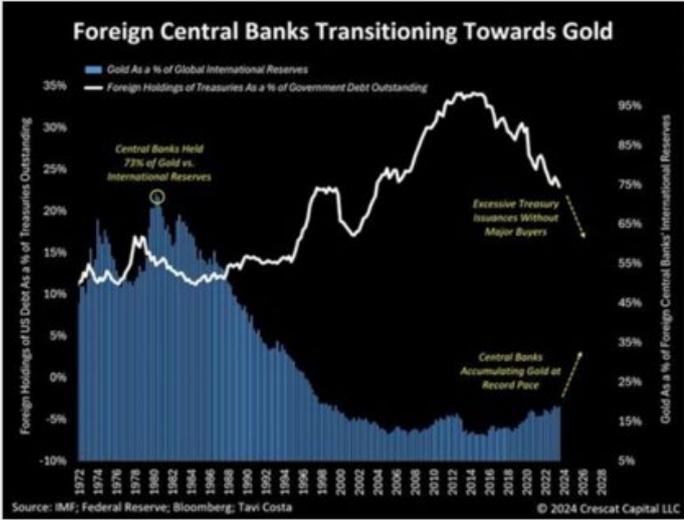
En los últimos meses, los bancos centrales (especialmente los de los países emergentes) parecen haber influido mucho en el precio de un activo distinto de los bonos... ¡el oro!

El metal amarillo, que suele beneficiarse de la debilidad del dólar estadounidense y de los bajos tipos de interés reales, ha contrarrestado todos los pronósticos desde principios de año. El dólar no ha dejado de subir, mientras que los tipos de interés reales se han mantenido relativamente altos, pero esto no ha impedido que el oro alcance un máximo histórico, habiendo ganado un 10,5% desde principios de año.

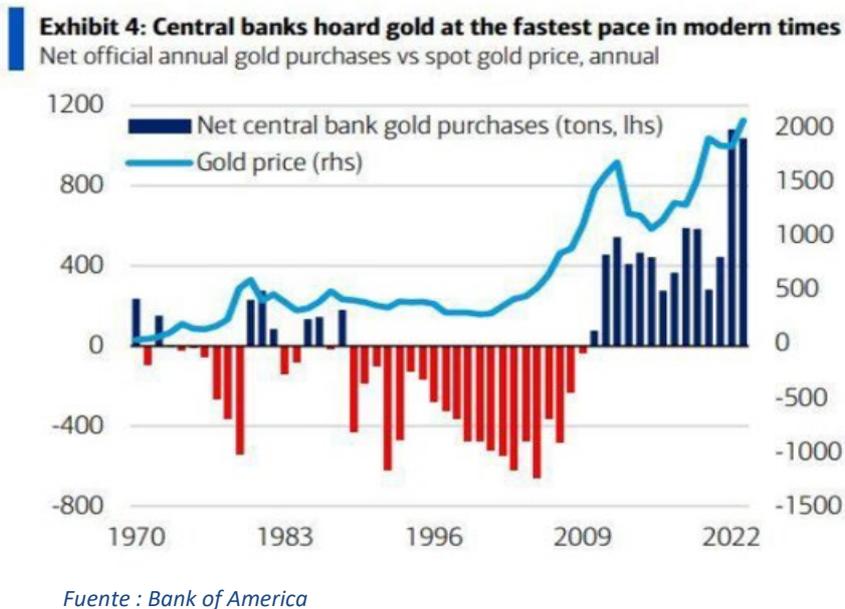
Es cierto que este último se beneficia de su estatus de valor refugio en un contexto geopolítico que no había sido tan incierto desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Por tanto, cabe imaginar que algunos gestores de carteras están aumentando su exposición al oro en sus asignaciones, pero esto no se refleja en las estadísticas. En cambio, los ETF que replican el valor del oro han sufrido flujos negativos en los últimos meses. Así pues, son efectivamente los bancos centrales los que acumulan lingotes con vistas a diversificar sus reservas. Esto incluso se ha intensificado tras las sanciones impuestas a Rusia en represalia por su invasión del este de Ucrania.



En los dos últimos años, los bancos centrales de China y la India, así como la mayoría de sus homólogos de los países emergentes, se han volcado en el metal para reducir su dependencia del dólar estadounidense.



Como podemos ver en el siguiente gráfico, los bancos centrales de todo el mundo llevan tiempo acumulando oro. Aun así, la aceleración desde 2022 es sorprendente. Con vistas a un nuevo orden mundial en el que los países emergentes ya no dependerán tanto de Estados Unidos, podemos imaginar que esta tendencia se mantendrá durante los próximos años/décadas. ¿Está en marcha la "desdolarización"?



Fuente : Bank of America



El nivel actual de los tipos de interés está dificultando la obtención de crédito, ya sea para empresas con elevados niveles de endeudamiento o para particulares que desean adquirir un inmueble. A pesar de ello, aunque los niveles de endeudamiento mundial están en máximos históricos, la economía mundial sigue siendo boyante. Las futuras decisiones de los bancos centrales tendrán un gran impacto en la evolución de los activos financieros. Como ya se ha mencionado en varias ocasiones, un error en la política monetaria podría sembrar la duda y afectar a la confianza de los inversores, desencadenando una oleada de recogida de beneficios. Hay que decir que, por el momento, sus decisiones parecen estar en consonancia con la situación económica.

Aunque parezca todavía muy lejano, las elecciones presidenciales estadounidenses empezarán a influir en los precios en función de quién gane. Podemos imaginar una continuidad en la política monetaria actual si el Sr. Biden fuera reelegido. Por otra parte, si el Sr. Trump ganara un nuevo mandato (suponiendo que sus problemas legales aún le permitan presentarse, lo que aún no es una certeza), ya ha anunciado que sustituirá al Sr. Powell al frente de la FED, lo que probablemente traerá incertidumbre a los mercados financieros. Por no hablar de sus promesas de campaña "America First", que probablemente alimentarán la inflación. A estas alturas, no podemos descartar la posibilidad de que un candidato independiente salga de la chistera para el sprint final. Estas incertidumbres futuras provocarán inevitablemente nerviosismo (volatilidad), pero hay que tener en cuenta que, aunque las valoraciones puedan considerarse "ricas" en algunos sectores, la situación financiera de la mayoría de las empresas es bastante buena. Así que, como dice el refrán: "sell in may and go away"...?

Aunque no podemos descartar una oleada más profunda de recogida de beneficios, seguimos convencidos de que debemos permanecer invertidos a medio y largo plazo.

Le deseamos lo mejor para el mes de mayo.





Gráficos bonus :



10y govie returns based on varying yield levels

Bond returns (%) computed using 10y govie duration and convexity, daily data, IwMA

	NZ	US	AU	UK	IT	CA	ES	FR	BE	FI	IE	NL	DK	DE	SE	JP
Latest 10y yield:	4.9%	4.6%	4.3%	4.3%	3.9%	3.8%	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%	0.9%
10y yield level, %	NZ	US	AU	UK	IT	CA	ES	FR	BE	FI	IE	NL	DK	DE	SE	JP
7.0	-15.3	-17.0	-19.5	-18.9	-22.2	-22.9	-26.0	-29.4	-27.5	-30.1	-29.5	-29.8	-29.9	-30.8	-30.9	-39.7
6.5	-11.9	-13.8	-16.3	-15.8	-19.1	-19.8	-23.1	-26.5	-24.8	-27.1	-26.7	-27.1	-27.3	-28.2	-28.3	-37.8
6.0	-8.4	-10.3	-12.9	-12.6	-15.9	-16.6	-20.0	-23.3	-21.8	-24.0	-23.7	-24.1	-24.6	-25.4	-25.6	-35.6
5.5	-4.7	-6.7	-9.4	-9.2	-12.4	-13.2	-16.7	-19.9	-18.7	-20.6	-20.4	-20.9	-21.6	-22.4	-22.6	-33.3
5.0	-0.8	-2.9	-5.6	-5.6	-8.7	-9.7	-13.2	-16.3	-15.3	-16.9	-16.9	-17.5	-18.4	-19.1	-19.4	-30.6
4.5	3.3	1.1	-1.6	-1.8	-4.8	-5.9	-9.5	-12.4	-11.7	-13.1	-13.2	-13.8	-15.0	-15.7	-16.0	-27.8
4.0	7.6	5.3	2.5	2.2	-0.7	-1.9	-5.6	-8.3	-7.9	-8.9	-9.2	-10.0	-11.4	-12.0	-12.3	-24.7
3.5	12.1	9.7	6.9	6.3	3.6	2.3	-1.5	-4.0	-3.8	-4.6	-5.0	-5.8	-7.6	-8.1	-8.5	-21.3
3.0	16.7	14.3	11.5	10.7	8.1	6.7	2.9	0.6	0.4	0.0	-0.5	-1.5	-3.5	-4.0	-4.4	-17.8
2.5	21.6	19.0	16.2	15.2	12.8	11.3	7.4	5.4	4.9	4.8	4.2	3.1	0.7	0.3	-0.2	-14.0
2.0	26.6	24.0	21.2	19.9	17.7	16.1	12.2	10.5	9.6	9.9	9.1	7.9	5.1	4.9	4.3	-10.0
1.5	31.8	29.1	26.3	24.7	22.9	21.0	17.2	15.8	14.5	15.2	14.3	12.9	9.8	9.7	9.0	-5.7
1.0	37.2	34.4	31.7	29.8	28.2	26.2	22.4	21.3	19.6	20.8	19.7	18.2	14.6	14.7	14.0	-1.2
0.5	42.8	39.9	37.3	35.0	33.7	31.6	27.8	27.1	25.0	26.6	25.4	23.7	19.7	19.9	19.1	3.5
0.0	48.6	45.6	43.0	40.5	39.5	37.1	33.4	33.1	30.5	32.6	31.3	29.4	25.0	25.3	24.4	8.4
-0.5	54.6	51.5	48.9	46.1	45.4	42.9	39.2	39.4	36.3	38.9	37.4	35.4	30.5	31.0	30.0	13.6
-1.0	60.8	57.6	55.1	51.8	51.5	48.9	45.3	45.9	42.3	45.4	43.8	41.6	36.2	36.9	35.8	19.0

Sources: RBA, Macrobond, RBNZ, U.S. Treasury, J.P. Morgan

MACROBOND

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.