

Estudio de mercado Abril 2023

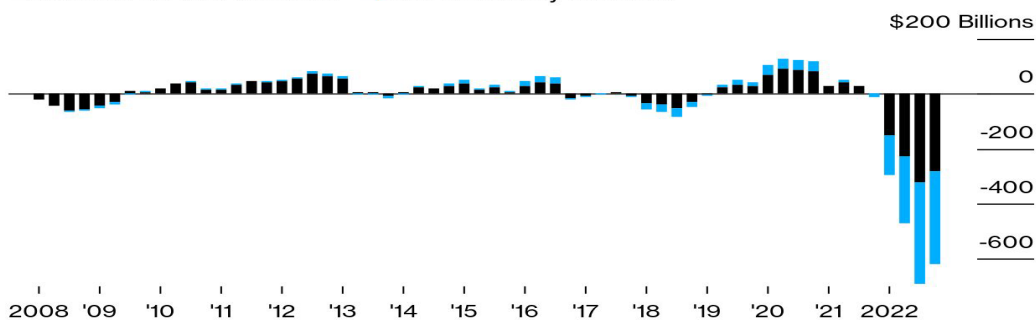


Marzo fue un mes ajetreado. La llegada de la primavera de 2023 tuvo aires de "remake" de la de 2008. Sin embargo, seamos claros desde el principio: hay poco con lo que compararlo. ¡Sólo los pájaros de mal agüero parecen ver similitudes entre la gran crisis financiera de 2008 y lo que estamos viviendo en estos momentos! El 8 de marzo nos enteramos de que el Silicon Valley Bank (SVB) tenía graves problemas financieros. El banco comercial favorito de los startups se vio obligado a vender una importante cartera de bonos del Tesoro para hacer frente a las salidas de efectivo de sus clientes. El problema era que el valor de esta cartera era inferior al registrado en los fondos propios del banco. Los títulos vendidos deberían haber sido conservados por el banco hasta su vencimiento (HTM por "Hold To Maturity"), lo que le daba derecho a valorarlos a la par, aunque como consecuencia de la subida de los tipos de interés, esta cartera tenía un valor de liquidación muy inferior. Otros bancos estadounidenses también están sentados sobre enormes cantidades de pérdidas no realizadas. Sin embargo, a diferencia de SVB, no tienen que venderlas.

US Banks Are Sitting on Unrealized Losses

As higher yields push bond and MBS prices lower

■ Available-for-Sale Securities ■ Held-to-Maturity Securities



Source: FDIC
Note: All FDIC-insured institutions

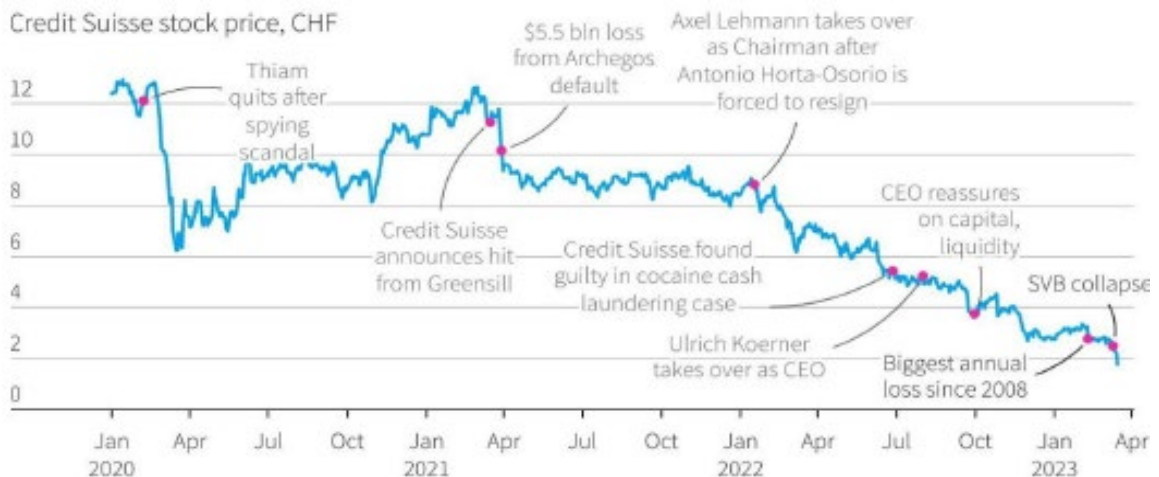
Bloomberg



Esto puede haber ocurrido por dos razones. La primera parece ser la ingenuidad de la dirección del SVB, que, al comprar toneladas de bonos a largo plazo con sus propios fondos, aparentemente no imaginó que esto podría ser contraproducente. El hecho de que el banco funcionara durante varios meses sin un responsable de riesgos no es, desde luego, ajeno a esta situación. La segunda razón parece remontarse a 2018 y a cierta orden ejecutiva ratificada por el presidente Trump. Bajo la presión de varios bancos comerciales (incluido el SVB...), el límite mínimo de depósitos para que un banco se someta a controles drásticos y sea considerado "too big to fail" se elevó de 50.000 a 250.000 millones. Como resultado de esta decisión, muchos bancos se beneficiaron de menores requisitos de reserva de capital en comparación con los grandes bancos sistémicos.

Pocos días después de SVB, supimos que el banco Signature se enfrentaba a los mismos problemas de liquidez. Un viento de pánico sopló sobre el sector. El subíndice bancario estadounidense se desplomó casi un 30%, mientras que su homólogo europeo cayó un 11,7%. Los bancos centrales reaccionaron rápidamente anunciando una liquidez a corto plazo casi ilimitada para garantizar los depósitos de los clientes. Esto detuvo la hemorragia en el sector, pero no en todos los bancos. Credit Suisse, que ya estaba en el punto de mira de los inversores, siguió sufriendo salidas masivas. El banco habría perdido más de 450.000 millones de dólares en depósitos en pocos días. En la noche del 15 al 16 de marzo, el BNS anunció que pondría 50.000 millones de francos a disposición del banco para hacer frente a sus obligaciones. La acción de Credit Suisse, en caída libre hasta entonces (-40% desde principios de marzo), repuntó violentamente en la sesión siguiente, pero la alegría duró poco.

Credit Suisse goes off piste

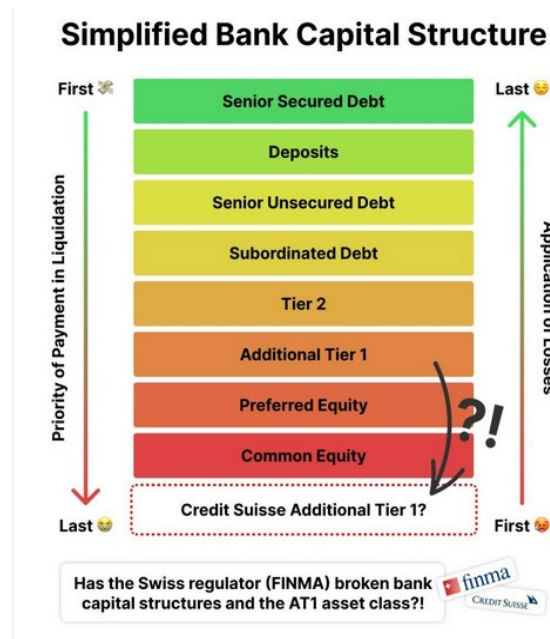


Note: March 15, 2023 price as at 1054 GMT

Source: Refinitiv Datastream | Reuters, March 15, 2023 | By Vincent Flasseur



No ayudó el "incómodo" anuncio del Presidente del Saudi National Bank, accionista reciente que había participado en una ampliación de capital en noviembre de 2022 por un importe de 4.200 millones de dólares. Este último (que tuvo que dimitir unos días después) anunció con firmeza en una entrevista que el banco **no** se planteaba en absoluto recapitalizar Credit Suisse. Durante el siguiente fin de semana del 18 y 19 de marzo, supimos que UBS "se fusionaría" con su competidor directo, una operación orquestada por el Consejo Federal, el SNB y la FINMA. Se articuló la palabra "fusión", pero no cabe duda de que UBS ha absorbido a su rival. Los términos del acuerdo han sido (y siguen siendo) muy comentados. Los principales acreedores se benefician ahora de una garantía de UBS y los accionistas recibirán 3.000 millones de CHF del primer banco suizo (o 0,75 CHF por acción, lo que representa una valoración de alrededor del 70% por debajo de la última cotización bursátil del viernes 17 de marzo). En cambio, los titulares de deuda AT1 (conocida como Contingent Convertible "CoCo") no recibirán ni un céntimo, lo que parece haber hecho fruncir el ceño de los mayores bancos centrales. En efecto, según ciertas condiciones mencionadas en los prospectos de emisión (podemos discutir durante horas si estas condiciones se cumplen realmente, pero el tema no se tratará aquí...), los bonos CoCo pueden amortizarse en su totalidad para evitar la quiebra de un banco. Se trata de un "colchón" de capital que aumenta los fondos propios. Esta medida se adoptó tras la crisis financiera para reforzar la confianza. El importe acumulado de estos bonos era de icasi 17.000 millones de francos suizos! Lo que es muy especial en este caso es que no se respetó la jerarquía de subordinación de los pasivos. Lógicamente, cuando se liquida una empresa, el accionista recibe el resultado tras la liquidación de los activos y el reembolso de las deudas... en este caso, el accionista recibirá un valor residual mientras no se haya reembolsado a todos los acreedores. El Gobierno suizo tuvo que modificar de urgencia una ley durante el fin de semana del 18 y 19 de marzo para que esto fuera "legalmente posible". Además de este incumplimiento de la jerarquía del balance, ni los accionistas de UBS ni los de Credit Suisse tuvieron ni voz ni voto en la operación. Es probable que estas decisiones sean impugnadas ante los tribunales, aunque las posibilidades de éxito parecen relativamente escasas por el momento.



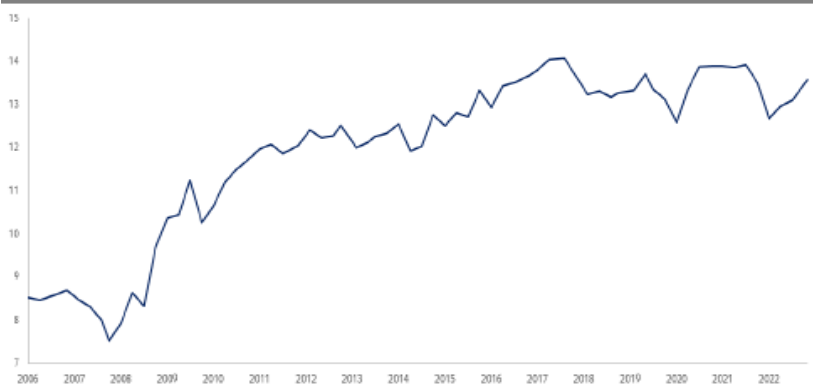


UBS también ha obtenido garantías del Gobierno suizo y del SNB para asumir el papel de "caballero blanco" y su consejo de administración ha pedido a Sergio Ermotti que vuelva a dirigir el banco para gestionar la integración y reestructuración del nuevo grupo. Ermotti, que fue consejero delegado de UBS entre 2011 y 2020, conoce el banco mejor que nadie y ya había llevado a cabo una misión de reducción de riesgos durante su anterior mandato, reduciendo la exposición a la banca de inversión y centrándose en las actividades de gestión de patrimonios.

Para concluir sobre este tema, podemos estar seguros de que: i) los debates están lejos de haber terminado; ii) este caso sienta un precedente histórico que dejará huella y probablemente provocará cambios normativos y jurídicos; iii) UBS parece haber hecho un buen negocio al hacerse con Credit Suisse con un descuento además de todas las garantías estatales; iv) aunque no se puede excluir el riesgo de contagio (la presión sobre Deutsche Bank en los días posteriores a la adquisición de CS es una prueba de ello) la solidez del sector bancario es mucho mayor que en 2008 y los respectivos banqueros centrales son mucho más reactivos que entonces, lo que debería canalizar cualquier movimiento de pánico.

Banks are still much healthier than they were in 2008...

US banks are more robust than they were in 2008...
Average tier 1 capital ratio across the big US banks:

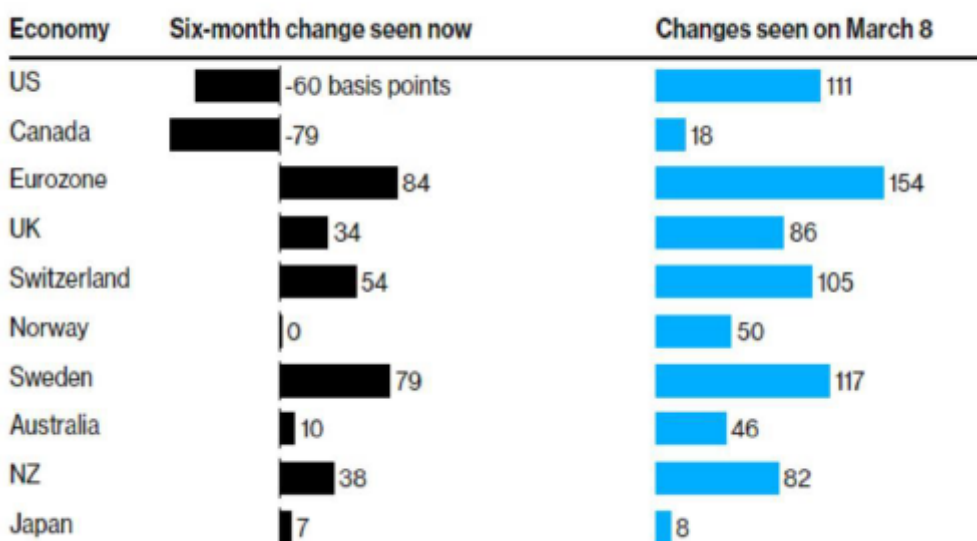


Source: FactSet; Pictet Trading Strategy; as of 14/02/2023

Esta crisis de confianza complica la tarea de los bancos centrales. En marzo, éstos aplicaron las subidas de tipos previstas, a saber, +50 puntos básicos para el BCE y +25 puntos básicos para la FED, por citar sólo dos. Aunque los bancos centrales occidentales llevaban desde principios de año intentando convencer al mercado de que la lucha contra la inflación no había terminado y que eran necesarias políticas monetarias restrictivas, no tuvieron más remedio que inyectar liquidez rápidamente para intentar tranquilizar a los inversores. Esto parece haber tenido el efecto deseado, ya que la hemorragia se detuvo rápidamente. Las consecuencias de esta crisis de confianza en el sector bancario se dejaron sentir rápidamente. Los inversores redujeron drásticamente sus previsiones sobre los tipos de interés oficiales de la FED. La deducción es simple: si los bancos sufren una escasez de liquidez a corto plazo, están menos dispuestos a prestar a las empresas que necesitan dinero nuevo para financiar el desarrollo de su actividad. Por lo tanto, esto debería tener un impacto directo en el empleo y el crecimiento futuro. En la segunda quincena de marzo, muchos economistas elevaron la probabilidad de que EE.UU. y Europa se enfrenten a una recesión en los próximos 12 meses.

Central Banks Seen Taking a Softer Approach

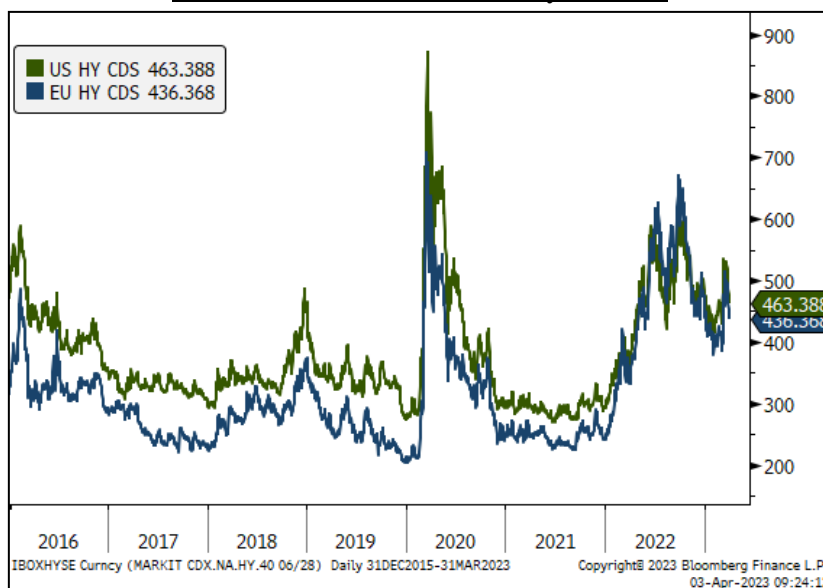
SVB crisis spurs traders to bet on some rate cuts within six months



Source: Bloomberg

Esto tuvo una repercusión lógica sobre los tipos de interés. Los tipos a corto cayeron más rápido que los tipos a largo, reduciendo la inversión de las curvas. En Estados Unidos, por ejemplo, el rendimiento a 2 años bajó 68 puntos básicos, hasta el 4,12%, mientras que el rendimiento a 10 años cayó 38 puntos básicos, hasta el 3,53%. La inversión de esta curva es ahora de sólo 56 puntos básicos, mientras que a principios de marzo rondaba los -100 puntos básicos. En este entorno de contracción de la liquidez, los diferenciales de crédito también se han ampliado lógicamente. El segmento de alto rendimiento ofrece casi un 5% de exceso de rendimiento sobre un bono del Estado.

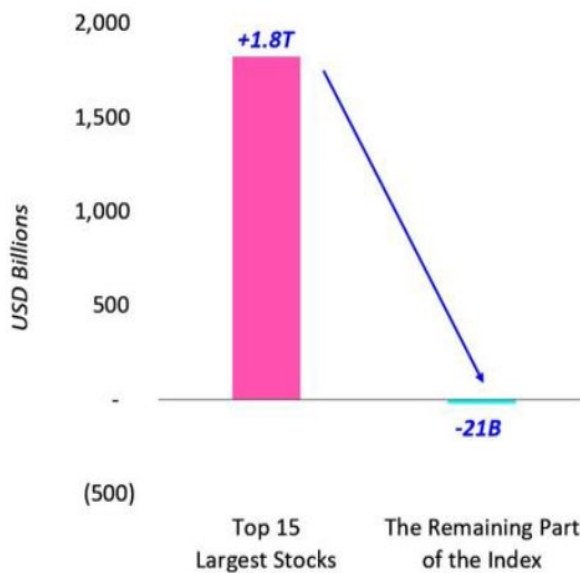
CDS de alto rendimiento UE y EE.UU.





Los índices de renta variable no obtuvieron malos resultados a pesar de la caída general. El subíndice bancario se situó lógicamente entre los de peor comportamiento del mes. Sectores defensivos como la alimentación y los servicios públicos resistieron bien, mientras que la tecnología siguió superando con fuerza sus resultados. El Nasdaq ganó un 9,46% en marzo, con lo que sus ganancias en lo que va de año superan el 20%. Hasta la fecha, el índice ha recuperado más del 40% de su caída entre finales de 2021 y octubre de 2022. El S&P500 también subió un 2% en marzo y acumula un rendimiento del 7% en lo que va de año. Cabe señalar que este rendimiento fue impulsado por 15 valores, entre ellos Apple, Amazon, Nvidia y Alphabet, por nombrar algunos. Tras un deprimido 2022, las grandes tecnológicas parecen estar recuperando ya el favor de los inversores.

S&P 500: Market Cap Change YTD



Source: Tavi Costa

© 2023 Crescat Capital LLC

Evolución del mercado hasta finales de marzo de 2023

Equities in Local Currencies								
End of March	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	2.83%	3.51%	1.81%	0.75%	-1.73%	0.07%	2.73%	-0.46%
Perf 3 Month	7.25%	7.03%	13.74%	13.11%	12.19%	3.51%	3.54%	4.63%
Perf YTD	7.25%	7.03%	13.74%	13.11%	12.19%	3.51%	3.54%	4.63%

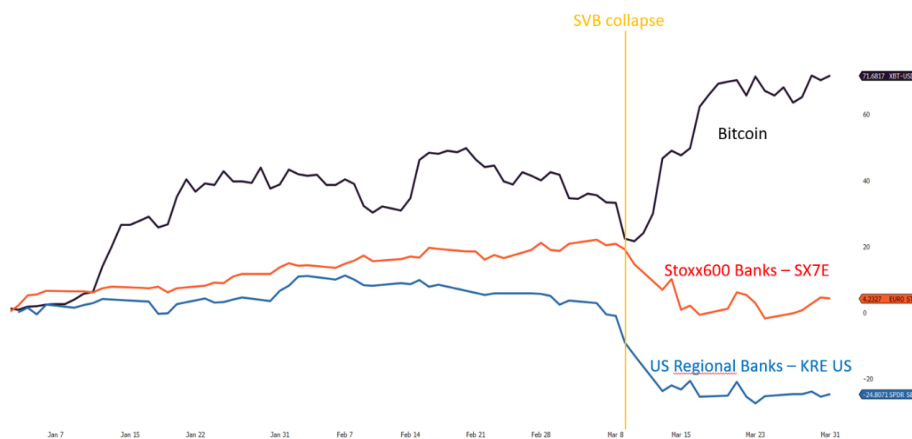
Commodities				Currencies vs EUR				
End of March	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-1.79%	-4.91%	7.79%	0.36%	-2.43%	-0.07%	0.04%	0.44%
Perf 3 Month	-5.72%	-7.15%	7.96%	7.42%	-1.23%	-2.55%	0.70%	-0.26%
Perf YTD	-5.72%	-7.15%	7.96%	7.42%	-1.23%	-2.55%	0.70%	-0.26%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of March	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	3.16%	2.54%	2.00%	3.70%	4.37%	2.83%	0.92%	1.24%
Perf 3 Month	3.01%	2.96%	2.09%	3.51%	3.75%	3.33%	3.15%	2.15%
Perf YTD	3.01%	2.96%	2.09%	3.51%	3.75%	3.33%	3.15%	2.15%

Fuente: Bloomberg 31/03/23.

En este incierto entorno económico, el oro y la plata siguieron registrando buenos resultados, con ganancias del 7,8% y el 15,2% respectivamente en marzo, mientras que la mayoría de las materias primas tendieron a estancarse. El petróleo (-1,79%) incluso bajó por sexto mes consecutivo ante el temor de que se materialice una recesión. El anuncio de la OPEP durante el fin de semana del 1^{er} de abril de reducir la producción debería dar algo de color al oro negro. Tras repuntar en febrero, el índice del dólar retrocedió en marzo y retomó la tendencia negativa iniciada en septiembre de 2022. El índice ha perdido más de un 8% en los últimos 6 meses.

Puede sonar extraño, pero el otro gran ganador de esta crisis de confianza en el sistema bancario no es otro que el Bitcoin. La mayoría de los activos digitales han repuntado desde el colapso del FTX, pero Bitcoin, al igual que las FAANG del sector tecnológico, ha aprovechado su visibilidad para superar a sus homólogos. El siguiente gráfico habla por sí solo. Parece que algunos inversores siguen viendo en Bitcoin una alternativa seria al sistema financiero tradicional, y con razón.





A estas alturas es difícil sacar conclusiones claras de todos los acontecimientos que hemos vivido en marzo. Esto es lo que podemos deducir de ellos:

- Como vimos con los anuncios de contención para 2020, los gobiernos y los bancos centrales son cada vez más rápidos a la hora de reaccionar cuando surge un problema sistémico. Esto es tranquilizador, pero el inconveniente es que este intervencionismo fomenta la toma de riesgo.
- Como consecuencia de la fuerte subida de los tipos de interés y la reticencia de los bancos a conceder préstamos, es probable que se endurezcan las condiciones crediticias. Esto podría causar problemas de liquidez a algunas empresas que necesiten refinanciarse. ¿Deberíamos temer una futura cascada de quiebras entre las empresas "zombis"?
- Los tipos de interés deberían estabilizarse. Sin embargo, parece difícil prever una vuelta a los niveles anteriores a la crisis (bajo crecimiento/baja inflación). El cambio de paradigma parece haberse producido y los bancos centrales seguirán andando con pies de plomo.
- En el pasado, las subidas de tipos han tardado entre 9 y 12 meses en dejarse sentir en la economía real. La primera subida de tipos de la FED fue en marzo de 2022, mientras que el BCE actuó en julio de 2022. Por lo tanto, en estos momentos es demasiado pronto para concluir que existe una recesión. Sin embargo, la respuesta no debería tardar en llegar.
- Los mercados de renta variable son resistentes. Las empresas innovadoras con balances sólidos deberían aprovechar la situación actual para reforzar su posición.

Le deseamos unas felices Pascuas y quedamos a su disposición para ampliar información sobre cualquiera de los temas tratados.



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 técnicas). Estos documentos no podrán divulgarse a terceros. La información y las opiniones (incluidas las posiciones) contenidas en ellos 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, material u opinión (incluidos los posicionamientos) contenidos en este sitio web en relación con servicios o productos constituirá o se considerará 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 realice la oferta o solicitud no disponga de una licencia o aprobación reglamentaria para hacerlo o en la que cualquier oferta o solicitud contravenga la normativa local. Cualquier oferta o solicitud prohibida se considerará nula y Weisshorn Asset Management hará caso omiso de cualquier comunicación recibida al respecto. Las rentabilidades pasadas no deben tomarse como indicación o garantía de rentabilidades actuales o futuras, y no se ofrece ninguna representación o garantía, expresa o implícita, en relación con rentabilidades futuras. Se aconseja a cada cliente que busque asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y los riesgos asociados a cualquier transacción financiera antes de comprometerse en cualquier inversión o transacción.