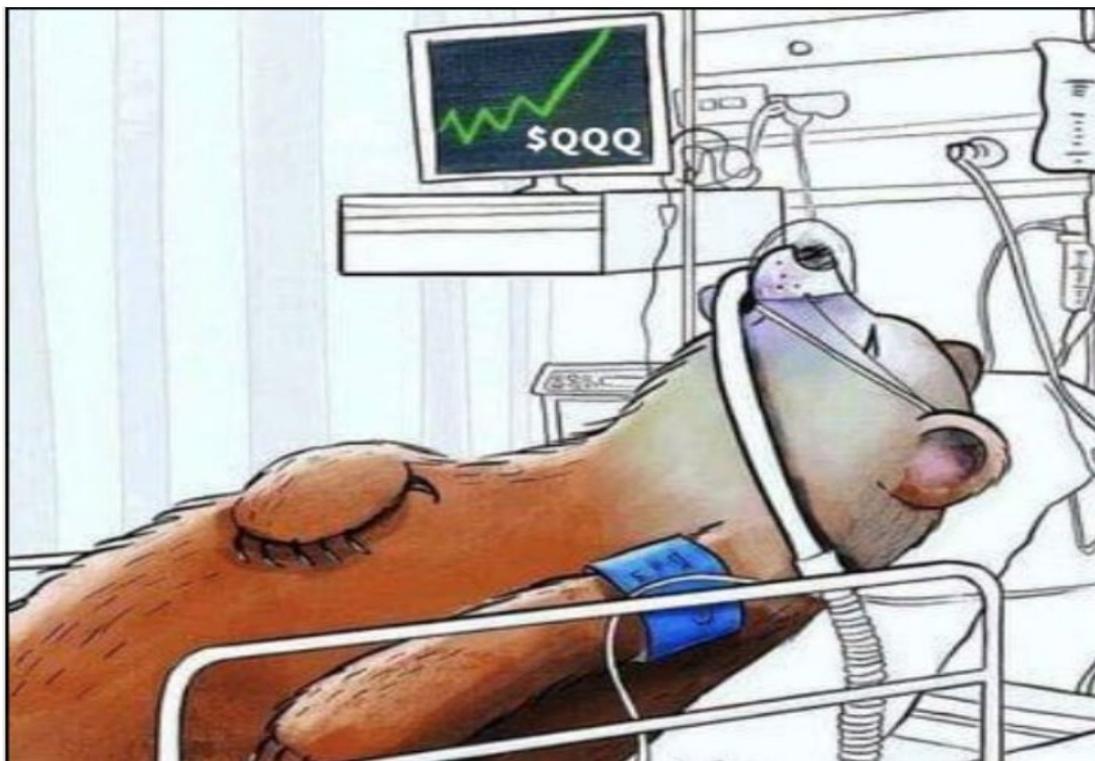


## Revisión del mercado Diciembre 2023



¡Menudo mes ha sido noviembre! Como mínimo, los inversores vieron el vaso medio lleno e interpretaron positivamente las estadísticas económicas publicadas recientemente. El aumento revisado del producto interior bruto (PIB) estadounidense del tercer trimestre, acompañado de una caída de la inflación en Alemania más rápida de lo previsto, contribuyeron a reforzar el optimismo reinante. El escenario "Ricitos de oro", caracterizado por una caída constante y progresiva de la inflación, que a su vez conduce a una reducción de los tipos de interés, ha desatado la euforia entre los inversores. Además, como pudimos comprobar entre el Black Friday y el Cyber Monday, el consumo de los hogares no se debilita y, a pesar de los abismales déficits públicos, el gasto público sigue siendo favorable. Este cóctel de buenas noticias alimentó la hipótesis del "soft landing" y desencadenó un short squeeze en la renta variable que muchos recordarán. La mayoría de los índices occidentales ganaron entre un 7 y un 10% durante el mes. Incluso el Nikkei, que cubre los principales valores japoneses, se unió a la fiesta, ganando un 8,5% a medida que el yen se fortalecía. Para un país tan fuertemente dependiente de sus exportaciones como Japón, no es habitual ver una subida de la renta variable al mismo tiempo que se aprecia su moneda, pero esto puede suceder en un periodo corto, sobre todo teniendo en cuenta que la divisa nipona ha caído más de un 11% frente al billete verde desde principios de año. Con el Banco de Japón (BoJ) cada vez menos acomodaticio, podemos imaginar que el yen volverá a subir el año que viene, lo que podría lastrar la renta variable en el país del sol naciente, o eso esperan muchos estrategas. Por lo que a nosotros respecta, nuestra exposición a la renta variable japonesa es relativamente baja, y la mantenemos así por el momento.



Es interesante observar que las empresas no rentables superaron con creces a los índices el mes pasado, una ilustración perfecta de la cobertura de posiciones cortas en un rally bajista. De hecho, el índice Goldman Sachs de empresas tecnológicas no rentables subió más de un 18% en noviembre, casi el doble que los demás índices. Así pues, parece que los inversores se han precipitado hacia valores muy sobrevalorados con vistas a obtener beneficios a corto plazo, una actitud más parecida a la especulación que a la inversión.

En cuanto a los tipos de interés, la caída continuó en toda la curva. El rendimiento estadounidense a 10 años cayó del 4,93% al 4,27%, una contracción mensual inusual de más de 65 puntos básicos. Su homólogo alemán siguió la misma tendencia, cayendo 40 puntos básicos hasta el 2,40%. Este brusco movimiento a la baja hizo que el diferencial de rendimiento entre los rendimientos a 2 y 10 años cayera en picado. Los diferenciales de crédito se mantuvieron relativamente estables. En las materias primas, a pesar de que Rusia y Arabia Saudí mantuvieron sus recortes de producción, el petróleo bajó un 6,25% tras una caída ya acusada de más del 10% en octubre. Por el contrario, el oro, que se acerca a su máximo histórico de agosto de 2020, tuvo un buen comportamiento, ganando un 2,65% y cerrando por encima de su resistencia de 2.000 dólares por onza. En un entorno menos favorable para el billete verde, el metal amarillo debería seguir siendo codiciado en los próximos meses, sobre todo porque varios bancos centrales, como el PBOC, siguen acumulando oro en sus reservas.

### Tendencias del mercado hasta noviembre de 2023

Equities in Local Currencies								
End of November	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	9.21%	8.92%	7.91%	6.17%	11.54%	4.46%	7.86%	-2.14%
Perf 3 Month	1.26%	1.33%	1.99%	-0.08%	5.81%	-2.44%	0.69%	-7.15%
Perf YTD	16.17%	18.97%	15.52%	12.93%	22.23%	1.16%	3.21%	-9.70%

Commodities								
End of November	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-6.25%	-5.24%	2.65%	4.36%	-2.88%	-0.59%	0.91%	1.04%
Perf 3 Month	-9.17%	-4.64%	4.96%	0.50%	-0.41%	-2.20%	-0.80%	0.52%
Perf YTD	-5.36%	-3.59%	11.64%	1.10%	-1.68%	-12.99%	2.65%	3.84%

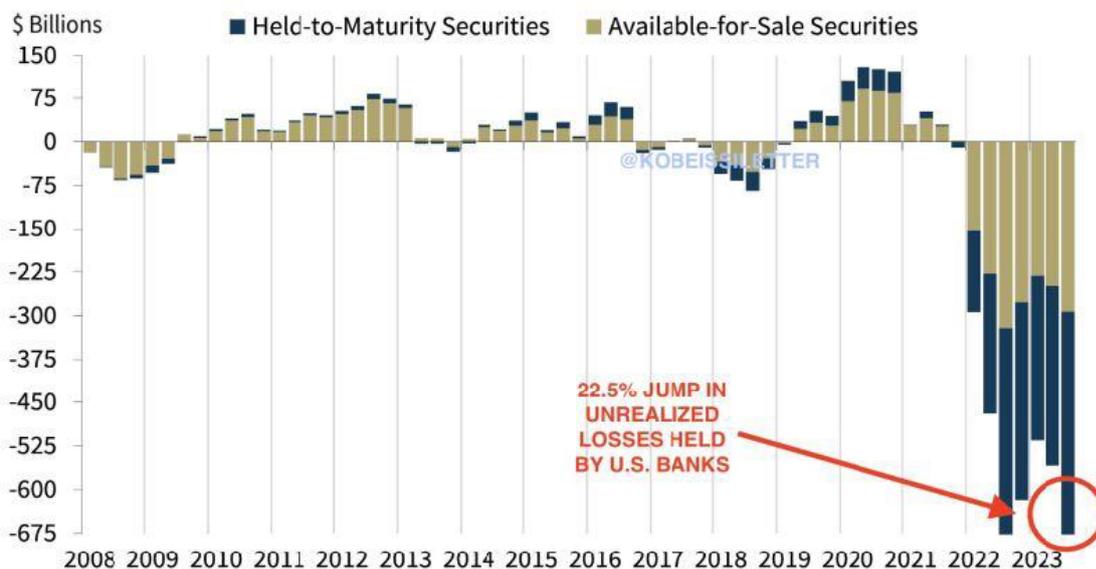
Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of November	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	5.04%	4.53%	2.72%	4.54%	6.16%	5.50%	5.36%	5.30%
Perf 3 Month	0.76%	0.26%	0.98%	-0.65%	-0.77%	1.48%	2.70%	1.38%
Perf YTD	1.50%	1.64%	3.74%	-0.44%	0.75%	4.84%	9.63%	4.69%

Fuente: Bloomberg 30/11/23.



A pesar de la reciente corrección de los rendimientos, los problemas asociados a la subida de los tipos de interés no van a desaparecer por arte de magia el año que viene. Aunque hasta ahora los diferenciales de crédito se han mantenido estables, ya que la mayoría de las empresas endeudadas aún no han necesitado refinanciarse en las nuevas condiciones, sería poco realista dar por sentada esta situación. A modo de recordatorio, en un entorno de escasez de liquidez, el sector bancario comercial estadounidense atravesó esta primavera un periodo de extrema tensión al desaparecer un buque insignia de la banca suiza. En aquel momento, el rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años rondaba el 3,50%, y la rápida subida de los tipos de interés había dejado fuera de juego a Silicon Valley Bank, Signature Bank y First Republic Bank. Hoy en día, aunque este mismo rendimiento sigue una tendencia a la baja, se sitúa en torno al 4,30%, es decir, 80 puntos básicos por encima de su nivel de marzo, y esto es válido para el conjunto de la curva. Como ilustra el gráfico siguiente, parece que los balances de algunos bancos comerciales no han mejorado realmente desde entonces. Con los tipos hipotecarios y de las tarjetas de crédito en niveles históricamente altos, las tasas de impago están aumentando. Aunque la mayoría de los bancos están generando actualmente ingresos sustanciales gracias al diferencial de tipos de interés, probablemente tendrán que aumentar sus provisiones para posibles pérdidas en créditos, lo que podría debilitar sus balances. Hay que señalar, sin embargo, que este problema afecta principalmente a Estados Unidos. La situación del crédito en Europa es menos preocupante, aunque no debe ignorarse.

### Unrealized Gains (Losses) on Investment Securities



Source: FDIC.

Note: Insured Call Report filers only. Unrealized losses on securities solely reflect the difference between the market value as of quarter end and the book value of non-equity securities.

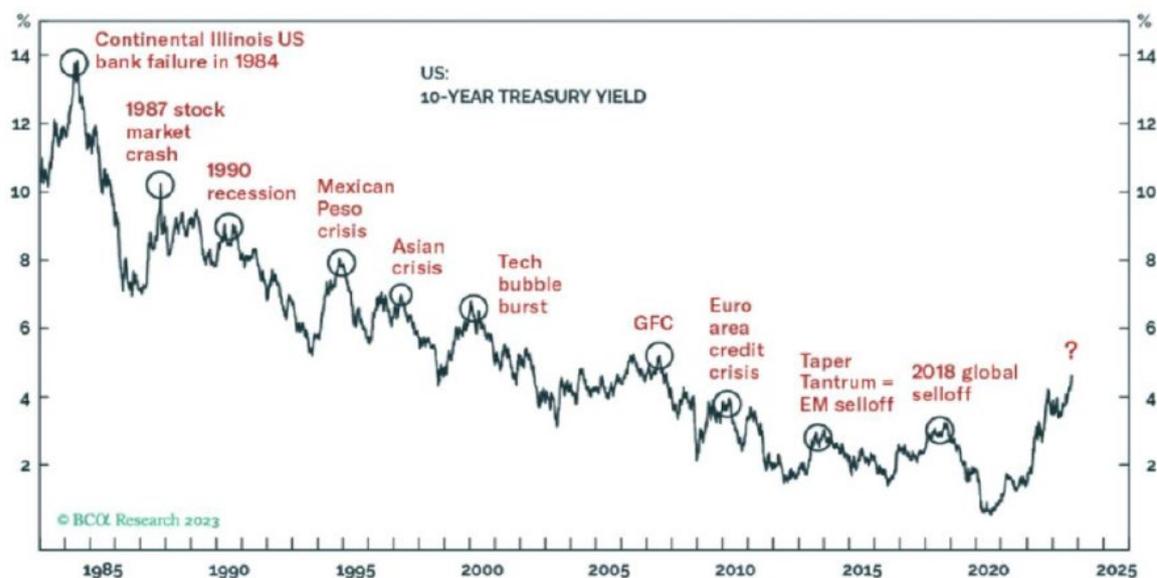
Fuente : The Kobeissi Letter



Los más optimistas dirán que, en caso de nuevo pánico en el sector bancario, los bancos centrales reaccionarán con rapidez (como hicieron esta primavera) y acudirán al rescate de las entidades en dificultades para evitar que los ahorradores sufran pérdidas y que un posible efecto dominó se extienda por todo el sector. Esta teoría es probable, pero ¿será suficiente este retroceso?

Los menos optimistas tienen otra opinión y esgrimen otro argumento. En el pasado, cada fase de fuertes subidas de tipos ha desencadenado una perturbación en un segmento de la economía, lo que a menudo ha provocado una recesión y una profunda corrección del mercado. Desde su punto de vista, parece por tanto improbable que la subida de tipos de la FED de más de 500 puntos básicos entre junio de 2022 y octubre de 2023 no provoque un accidente en uno u otro bolsillo de la economía. En su opinión, anticipar un "soft landing" es utópico, y apuestan en cambio por una recesión más profunda.

A Rise In Bond Yields Typically Ends With A Financial Accident

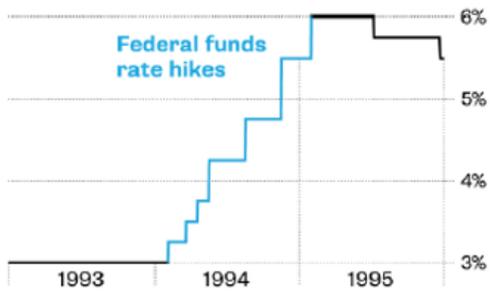


Los objetivos favoritos de los menos optimistas son el mercado inmobiliario (que ya estuvo en el epicentro de la gran crisis financiera de 2008) y los diversos créditos al consumo, como las tarjetas de crédito y los préstamos para automóviles. Y no olvidemos a las empresas, algunas de las cuales también están muy endeudadas.

En la historia de los ciclos de endurecimiento monetario, la Reserva Federal sólo ha conseguido una vez dirigir un "soft landing" tras una fuerte subida de los tipos de interés. Entre 1994 y 1995, bajo la era Greenspan al frente del banco central, los tipos directores subieron del 3% al 6% en el espacio de unos pocos meses. Durante este periodo, la economía estadounidense se desaceleró sin entrar en recesión, y la tasa de desempleo se mantuvo relativamente estable. Las estadísticas hablan en favor de los pesimistas, ya que este éxito sigue siendo excepcional en la historia de la economía estadounidense. Es en este tema, pues, donde se mantiene toda la incertidumbre para el próximo año, y muchas preguntas siguen abiertas por el momento. Aunque probablemente no veamos el epílogo de este capítulo el año que viene, 2024 debería proporcionarnos algunas respuestas.

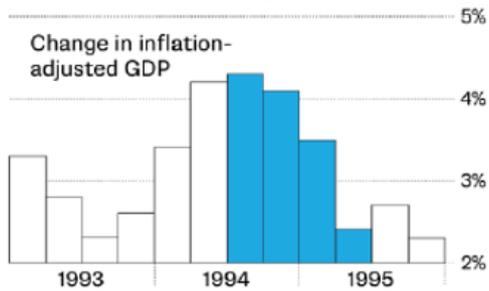


**Fed doubled short-term interest rates ...**

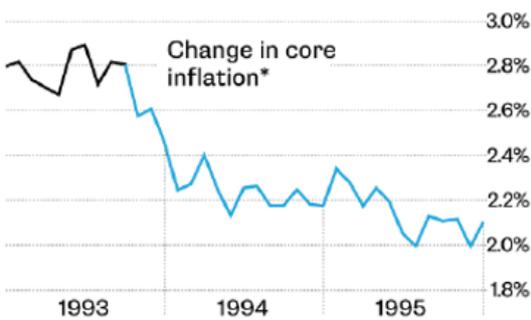


Sources: U.S. Federal Reserve; Commerce Department

**... which slowed U.S. growth ...**



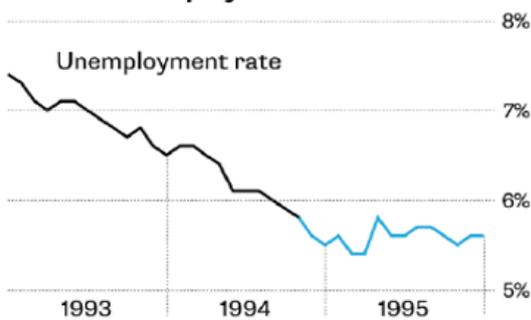
**... and caused inflation to fall ...**



Note: "Core" inflation is the change in personal consumption expenditures minus food and energy

Sources: U.S. Commerce Department; Bureau of Labor Statistics

**... while unemployment leveled off**



**BloombergQuickTake**

La resistencia del consumo de los hogares ha cogido por sorpresa a los economistas, que apostaban por una recesión en 2023. El consumo de los hogares, que representa casi el 70% de la contribución al PIB, se ha mantenido favorable gracias a un mercado laboral tenso que ha permitido a algunos sindicatos presionar para renegociar salarios más altos. Otro argumento es la tasa de ahorro, históricamente elevada, resultante de los confinamientos postcovidicos. Esta última, en relación con el PIB, ha entrado en territorio de contracción en EE.UU., lo que podría repercutir negativamente en el consumo el año próximo.

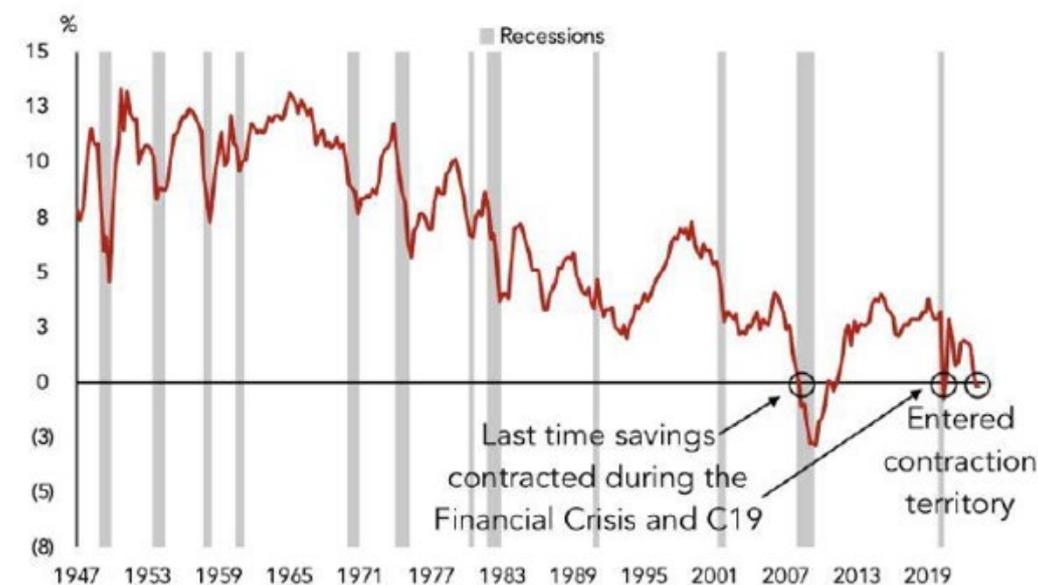
¿Se verá compensado por otro componente del crecimiento estadounidense, como el gasto público? Es muy difícil dar una respuesta clara a esta pregunta. El déficit presupuestario estadounidense es colosal y un adelgazamiento del estilo de vida del Gobierno sería bienvenido, sobre todo teniendo en cuenta que se prevé que el coste del servicio de la deuda para 2024 supere los 700.000 millones de dólares, es decir, alrededor del 10% del presupuesto del país.

Por otra parte, nos adentramos en un año de elecciones presidenciales. El Presidente Biden puede tener la tentación de mantener un estilo de vida elevado para recuperar la confianza de los votantes.

## Savings are Contracting



Net Saving as a Percentage of Gross National Income



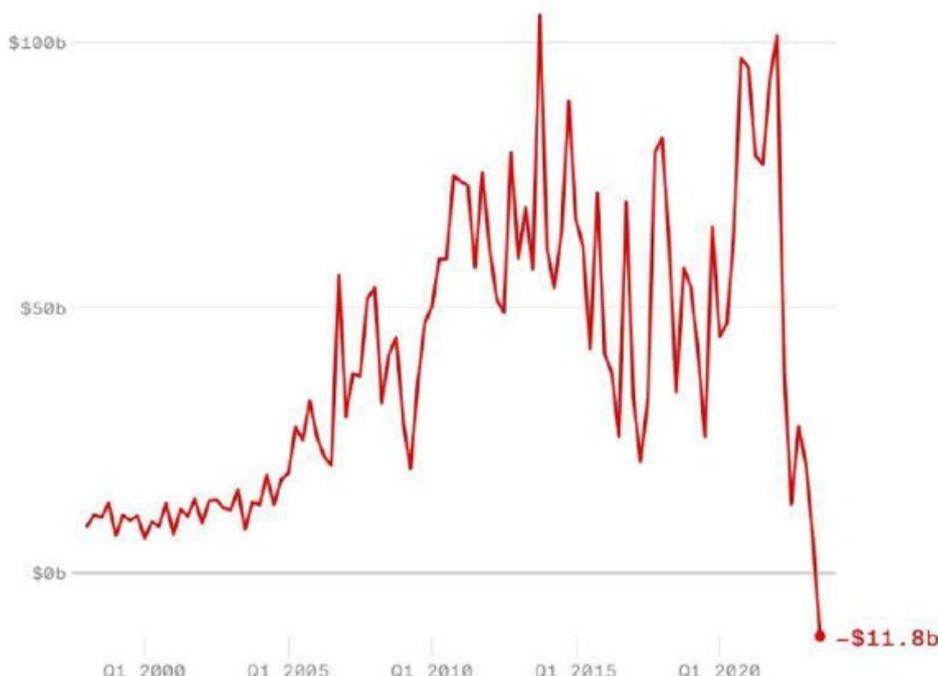
Dates: 1947 Through Q2 2023.

Source: U.S. Bureau of Economic Analysis, Game of Trades.

Tras un 2022 ya complicado, es probable que 2023 pase a la historia como un "annus horribilis" para China. La segunda economía mundial parece incapaz de recuperar su antiguo vigor. Las decisiones políticas de los tres últimos años han minado la confianza de los inversores extranjeros. El sobreendeudamiento de los promotores inmobiliarios ha llevado al sector al borde del colapso, con el riesgo de implosión acechando en cualquier momento. Esto está ejerciendo una presión considerable sobre el banco central (PBOC) y el gobierno para encontrar soluciones, tanto en términos de política monetaria como fiscal, con el objetivo de reactivar la economía. Es cierto que ya se han tomado algunas medidas, como bajadas de tipos e inyecciones de liquidez, pero a estas alturas estas intervenciones homeopáticas siguen siendo ineficaces. China necesita un potente electroshock, como el bazooka del Sr. Draghi en Europa en 2015 y más allá. Es vital que las autoridades recuperen la confianza de los inversores extranjeros si queremos esperar ver un retorno de los flujos de inversión al Reino Medio. Las incertidumbres que rodean las ambiciones del Partido Comunista (PCCh) para Taiwán no favorecen el retorno de la confianza. La valoración actual de la renta variable china es atractiva, por lo que hemos decidido conceder a las autoridades chinas el beneficio de la duda manteniendo por el momento la asignación en nuestras carteras.

## China inbound foreign direct investment

Quarterly; Q1 1998 to Q3 2023



Fuente : Ian Bremmer

El año 2023 está llegando a su fin y, como mínimo, ha traído su ración de sorpresas. Tras uno de los ciclos de subidas de tipos más rápidos de la historia, la recesión ampliamente esperada por el consenso no se materializó. Esto dio lugar a algunos resultados sorprendentes en segmentos como la tecnología, pero había que estar en los "caballos" adecuados para beneficiarse realmente. De hecho, aparte de los "7 magníficos" - Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia, Amazon, Meta y Tesla - el mercado estadounidense no brilló tanto. Tras un comportamiento fuertemente negativo en 2022, los bonos sólo se han recuperado ligeramente este año, pero seguimos convencidos de que esta clase de activos debería generar rentabilidades atractivas en los próximos años, a partir de 2024.

¿Qué podemos esperar el año que viene?

El mayor reto sigue estando en los bancos centrales. ¿Serán capaces de dirigir un "soft landing"? De ser así, el escenario de "Goldilocks" ("Ricitos de oro") debería continuar, permitiendo que las estrategias de asignación de activos rindan tan bien como lo hicieron en noviembre. En caso contrario, podríamos asistir a una ampliación significativa de los diferenciales de crédito, lo que podría desencadenar una nueva corrección de los mercados de renta variable. Si se produjera este escenario, los bancos centrales tendrían que volverse más acomodaticios, recortando los tipos más rápidamente de lo previsto e inyectando al mismo tiempo nueva liquidez. En este escenario, tenderíamos a aprovechar la desaceleración para acumular posiciones en empresas de calidad.



No debemos subestimar las ganancias de productividad que la tecnología ha aportado a las empresas, que ya les han permitido mantener unos márgenes de beneficio sólidos a pesar de los vientos en contra del aumento de la inflación y la escasez de mano de obra.

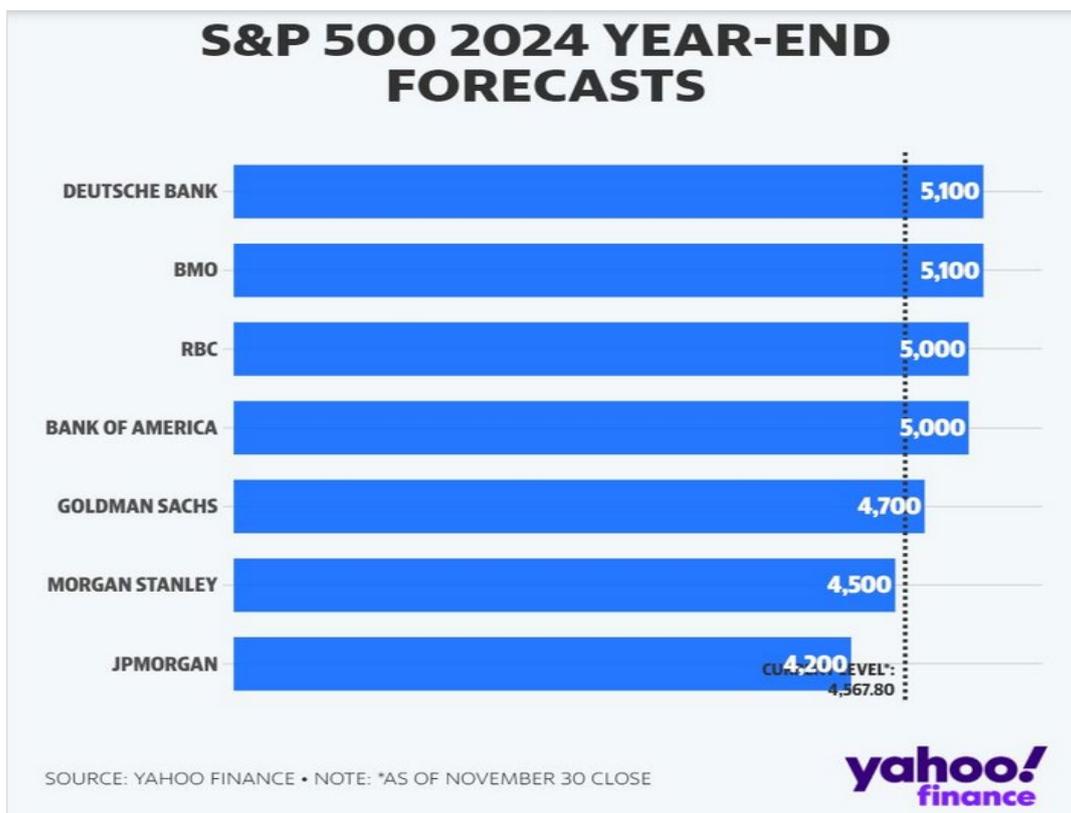
Por supuesto, tendremos que seguir de cerca la evolución geopolítica, pero, como hemos dicho en varias ocasiones, la geopolítica no debe ser el centro de nuestras reflexiones. Las recientes elecciones han visto un giro hacia la extrema derecha en países como Argentina y los Países Bajos. Más de 3.000 millones de personas acudirán a las urnas el año que viene, empezando por los taiwaneses en enero. Los resultados influirán inevitablemente en la actitud del Reino Medio hacia Taiwán. Se espera que la apoteosis electoral tenga lugar en noviembre de 2024 con las elecciones presidenciales estadounidenses y el posible regreso de Donald Trump al poder. Este resultado (y los meses previos) también debería influir en los movimientos de las bolsas mundiales.

Hemos incluido algunos gráficos adicionales a continuación, y estaremos encantados de discutir cualquiera de los temas con más detalle.

Antes de pasar página en 2023, nos gustaría expresar nuestro más sincero agradecimiento a todos nuestros lectores e inversores que han depositado su confianza en nosotros a lo largo de los años, y esperamos verles en 2024 para vivir nuevas y emocionantes aventuras.

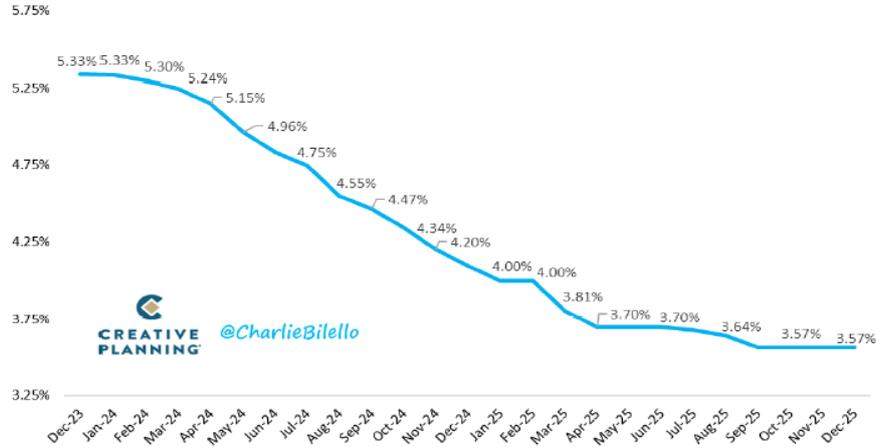
Que disfrute de las fiestas.

El equipo de Weisshorn Asset Management.



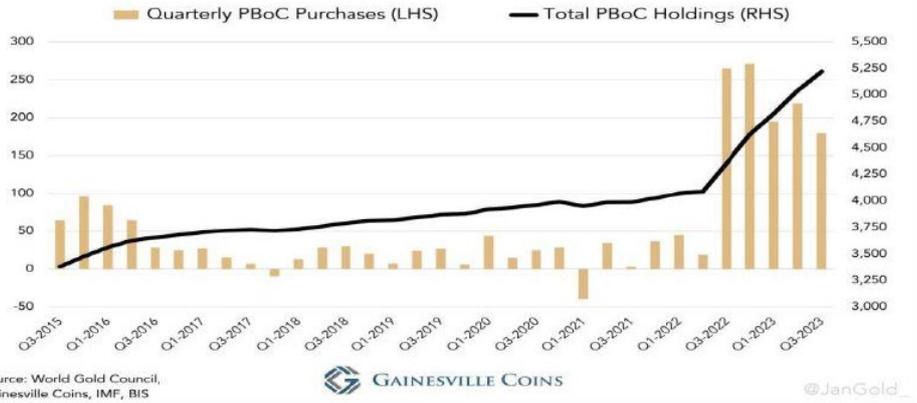


**Market Expectations for Fed Funds Rate**  
(Data via Fed Funds Futures, Dec 2023 - Dec 2025)



CREATIVE PLANNING @CharlieBilello

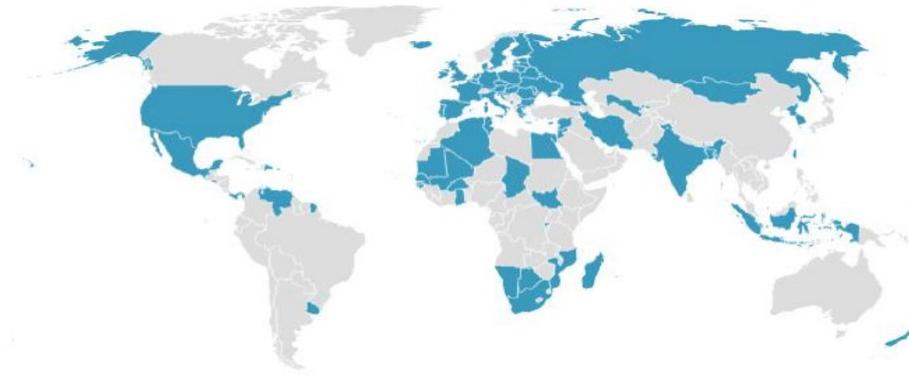
**Estimated PBoC Gold Holdings (Metric Tonnes)**



Source: World Gold Council, Gainesville Coins, IMF, BIS ©JanGold

**Global elections in 2024**

Countries that will hold general elections next year, along with corresponding dates



**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.