

## Estudio de mercado Mayo 2023



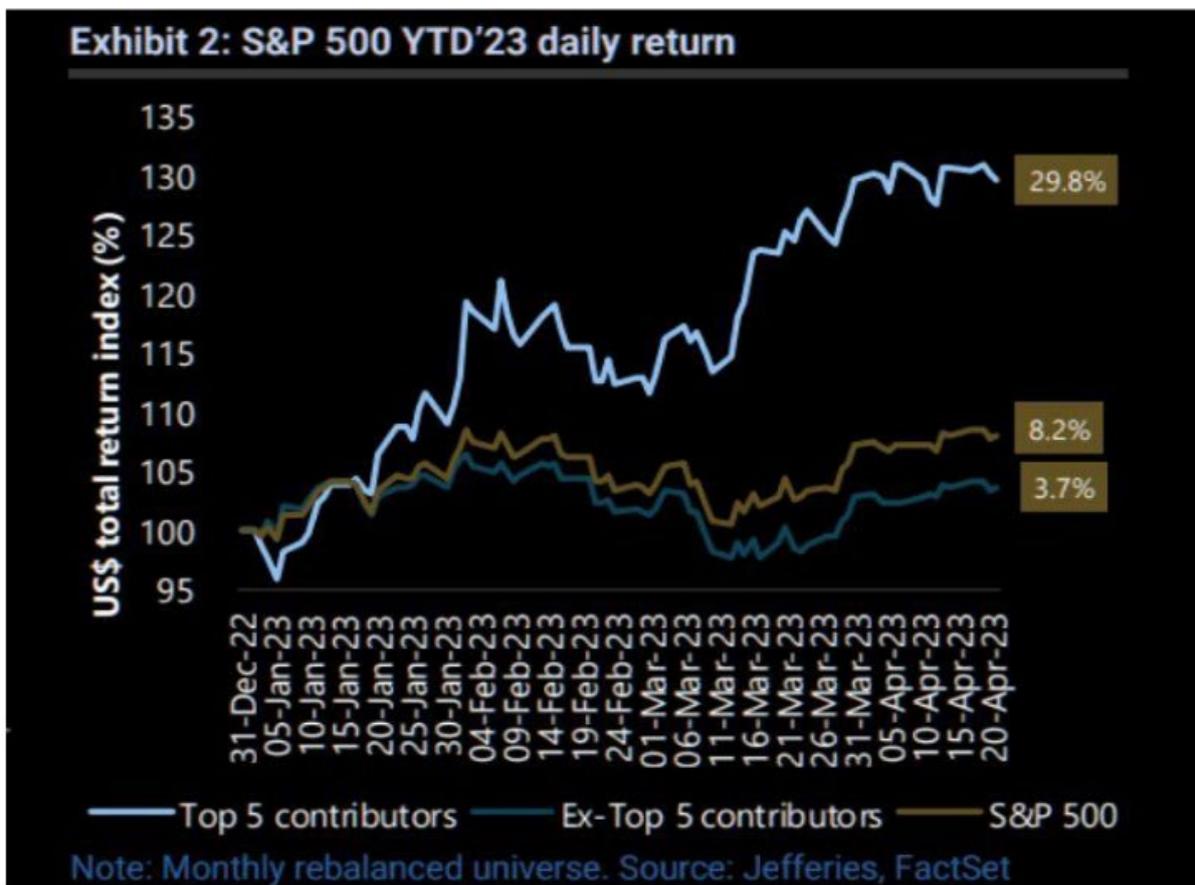
Con la esperanza de poder identificar en qué ciclo económico se encuentran las economías del mundo, los inversores se centraron en abril en las estadísticas macroeconómicas. Como venimos diciendo desde hace varios meses, existe una incertidumbre (casi insostenible) sobre la evolución del crecimiento mundial. Tras el ciclo de subidas de tipos más violento de la historia, iniciado en el primer semestre de 2022, algunos actores apuestan por una fuerte desaceleración económica que empujará a las economías desarrolladas a la recesión. Otros creen que la demanda sigue siendo lo suficientemente robusta como para amortiguar el golpe y esperan un aterrizaje suave (*soft landing*). Dado que nos encontramos en una encrucijada y que los bancos centrales están llegando lenta pero inexorablemente al final de endurecimiento, la dificultad reside por el momento en la interpretación de las cifras. En efecto, éstas pueden ser totalmente diferentes de una estadística a otra.

1. La inflación estadounidense y europea medida por el índice IPC está disminuyendo, lo que complace a los inversores. Por otra parte, el mercado laboral sigue siendo tenso, lo que mantiene la presión al alza sobre los salarios en determinadas ocupaciones, como el sector servicios.
2. Las cifras de crecimiento del primer trimestre, recientemente publicadas, muestran que las economías estadounidense y europea se están ralentizando, pero que la demanda sigue siendo sólida a pesar de la disminución del poder adquisitivo.
3. Los resultados empresariales del primer trimestre se han mantenido globalmente bien.
4. El sector del lujo está batiendo récords, lo que no es señal de una futura recesión.
5. Las curvas de rendimiento llevan varios meses invertidas, lo que suele interpretarse como un indicador adelantado de recesión.

En resumen, como habrán comprendido, con todas estas señales divergentes, la lectura de la situación económica es muy complicada en estos momentos.



Normalmente, los inversores odian la incertidumbre y tienden a reducir sus posiciones cuando la visibilidad no es buena. Sin embargo, en la confusa niebla actual, los mercados se comportaron bastante bien en abril. Ayudados por las grandes capitalizaciones, la mayoría de los índices bursátiles subieron entre un 1% y un 3%, siendo los índices defensivos como el SMI (+2,98%) y el Dow Jones de Industriales (+2,48%) los que obtuvieron mejores resultados. Pero estos índices no son los que mejor comportamiento han tenido desde principios de año. El Nasdaq, que terminó prácticamente sin cambios en abril, ha repuntado más de un 20% desde finales de año, mientras que la mayoría de los índices europeos han ganado entre un 10% y un 15% en el mismo periodo. El CAC40, que representa a las principales empresas francesas y que está experimentando movimientos sociales históricos, se ha permitido incluso el lujo (sin juego de palabras con LVMH...) de superar los máximos de enero de 2022 para imprimir un máximo histórico de 7.581 puntos. El DAX alemán no está lejos de hacer lo mismo. La época en la que algunos analistas enterraban a las bolsas europeas, que, según ellos, sufrirían graves consecuencias por la guerra de Ucrania, parece haber quedado atrás. Sin embargo, hay que moderar este entusiasmo. No todos los componentes de los índices han contribuido a su subida. LVMH, por ejemplo, ha representado el 21% de la subida del CAC 40. Si añadimos L'Oréal y Hermès, dos empresas del mismo sector, estos tres valores son responsables del 40% de la subida del índice francés. Lo mismo ocurre, si no más, con el S&P500. Apple, Microsoft, Nvidia, Meta (Facebook), Amazon y Alphabet (Google), es decir, seis empresas, han contribuido al 70% de la subida del índice desde principios de año. En resumen, el actual entorno económico no está beneficiando a todas las empresas por igual, lo que no es una buena señal para la sostenibilidad del rebote iniciado en octubre de 2022, ya que pocos valores están participando en la subida.





Por una vez, los tipos de interés estuvieron muy tranquilos. Tanto el rendimiento alemán a 10 años (2,31%) como su homólogo estadounidense (3,42%) terminaron el mes de abril cerca de sus niveles de marzo. Lo mismo puede decirse de la parte corta de la curva, más volátil en estos momentos. Tras alcanzar un máximo del 4,28%, el rendimiento del dólar a 2 años volvió al nivel del 4%. Este statu quo mantiene sin cambios la inversión de las curvas. El diferencial de rendimiento entre el dólar a 10 años y el dólar a 2 años se mantiene en torno a -60 puntos básicos, mientras que el diferencial de rendimiento entre el dólar a 10 años y el dólar a 3 meses ha alcanzado un mínimo histórico de -166 puntos básicos. Tras una subida en marzo vinculada a las debacles de algunos bancos comerciales estadounidenses y del Credit Suisse, los diferenciales de crédito han tendido a estabilizarse, lo que parece confirmar que la mayoría de los inversores no temen el contagio y consideran estas quiebras bancarias como puntuales y aisladas. Sin embargo, un tercer banco comercial tuvo que ser rescatado el mes pasado. First Republic Bank, que también fue uno de los "sospechosos habituales" en marzo, fue rescatado con 30.000 millones de dólares para mantenerlo en funcionamiento por un consorcio de los mayores bancos estadounidenses, entre ellos JP Morgan, Wells Fargo y Bank of America, por citar algunos. Si el mercado pensó que esta ayuda sería una salvación, sólo permitió al banco "aguantar" unas semanas más. El golpe definitivo llegó a finales de abril, cuando los inversores se dieron cuenta de que la hemorragia de la fuga de capitales no se había detenido. En el momento de presentar sus resultados del 1<sup>er</sup> trimestre, el banco anunció que sus activos bajo depósito habían caído un 41%, hasta 104.500 millones de dólares, durante el periodo. Esto fue demasiado para las autoridades estadounidenses que orquestaron, a través de su departamento de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), la absorción del banco por JPM que, como la mayoría de sus homólogos, habría tenido mucho que perder en caso de quiebra... una sensación de déjà vu. Seguimos convencidos de que la mayoría del sector bancario cuenta con balances sólidos y de que el riesgo de contagio sigue siendo bajo en estos momentos, pero no es realista creer que el problema de capitalización de los bancos comerciales estadounidenses se haya resuelto. Tras la psicosis provocada por la quiebra de Lehman Brothers en 2008, cabe suponer que los gobiernos y los bancos centrales harán todo lo necesario para evitar otra quiebra desordenada de un banco.

### Evolución del mercado hasta finales de abril de 2023

End of April	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	1.59%	1.46%	1.03%	2.31%	0.09%	2.98%	-1.34%	-0.54%
Perf 3 Month	1.83%	2.28%	4.70%	5.78%	2.29%	1.34%	-5.28%	-3.07%
Perf YTD	8.96%	8.59%	14.91%	15.72%	12.30%	6.60%	2.16%	4.07%

End of April	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	1.47%	-0.29%	1.05%	-4.42%	-1.64%	-3.98%	0.26%	0.69%
Perf 3 Month	-2.65%	-5.86%	3.20%	-6.80%	-1.41%	-5.83%	0.53%	0.98%
Perf YTD	-4.34%	-7.41%	9.10%	2.67%	-2.85%	-6.44%	0.97%	0.42%

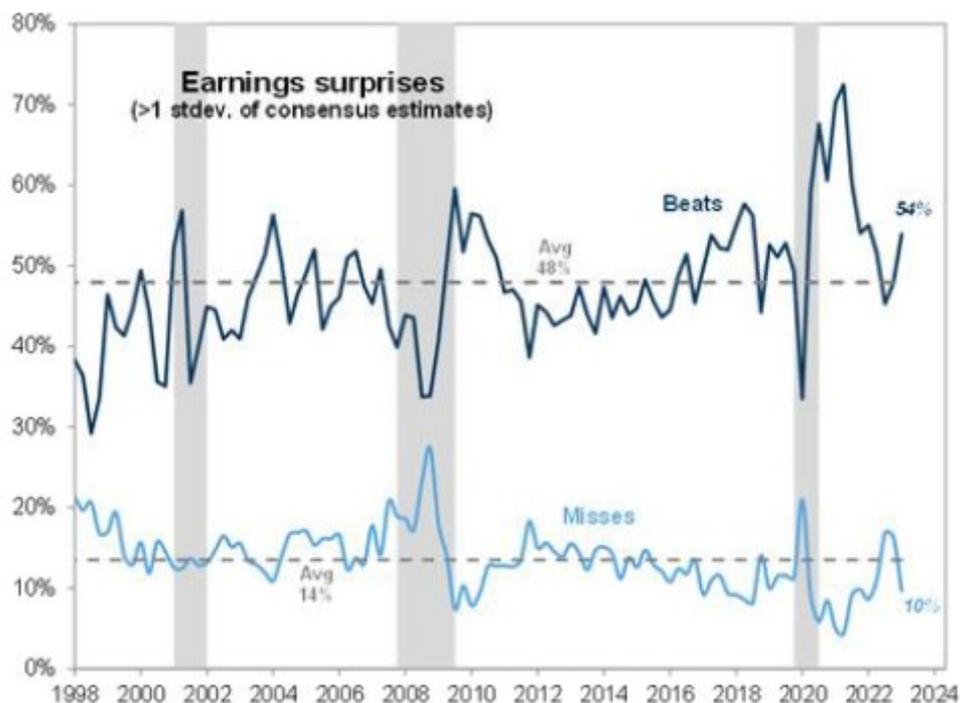
End of April	Bloomberg Indices Bonds Total returns							
	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	0.44%	0.61%	0.13%	0.85%	-0.44%	1.18%	0.64%	0.39%
Perf 3 Month	0.17%	0.49%	0.00%	1.19%	-1.37%	0.77%	-0.36%	-0.63%
Perf YTD	3.46%	3.59%	2.22%	4.39%	3.29%	4.55%	3.80%	2.55%

Fuente: Bloomberg 30/04/23.



Como ya se ha dicho, los resultados del primer trimestre publicados hasta ahora son en general buenos. Aunque en muchas industrias tanto las ventas como los beneficios han bajado, el daño no es tan grave como esperaba el consenso. Esto ha tranquilizado a los inversores. El crecimiento de los beneficios debería incluso volver a terreno positivo ya en el 3er trimestre, o al menos eso es lo que espera el consenso. Aunque es probable que la demanda mundial se debilite, los directivos de las empresas se muestran bastante optimistas sobre el curso futuro de los negocios y señalan que los problemas de cuello de botella experimentados en el pasado están desapareciendo gradualmente.

Los bancos bien capitalizados y financieramente sólidos han tenido un trimestre fuerte. Estos bancos, que cobran intereses por el efectivo y casi no pagan intereses por las cuentas corrientes de sus clientes, han obtenido enormes beneficios. El comercio también ha generado importantes ingresos desde principios de año. Por tanto, estos últimos han vuelto a las condiciones "normales" para poder hacer su trabajo. En cambio, el mercado del crédito atraviesa dificultades y muchas PYME se quejan de ello. Debido a la subida de los tipos de interés y al agotamiento de la liquidez, los bancos están menos dispuestos a desempeñar su papel en la financiación de proyectos, lo que complica la vida de empresas y particulares. Este es también un argumento utilizado por los analistas de JP Morgan y Bank of America para justificar una futura caída de los mercados de renta variable. Sin embargo, este sector no debe dormirse en los laureles. Podría surgir una competencia inesperada y arrebatarle cuota de mercado, como Apple, que, con la ayuda de Goldman Sachs, propone ahora pagar a sus clientes un 4,15% por su efectivo en determinadas condiciones. La mayoría de los bancos estadounidenses no pagan más del 0,45% de interés anual por el efectivo. Al parecer, Apple ya ha captado más de 900 millones de dólares en depósitos en sólo unos días.





En todos los sectores, las empresas que pudieron subir los precios y amortiguar así los efectos negativos de la inflación obtuvieron los mejores resultados. En el sector alimentario, Nestlé y Danone registraron excelentes resultados en los tres primeros meses del año. La empresa suiza logró un indecente crecimiento orgánico del 9,8% gracias a subidas de precios que no repercutieron demasiado negativamente en los volúmenes. Ambos valores suben un 6,8% y un 21% en lo que va de año.

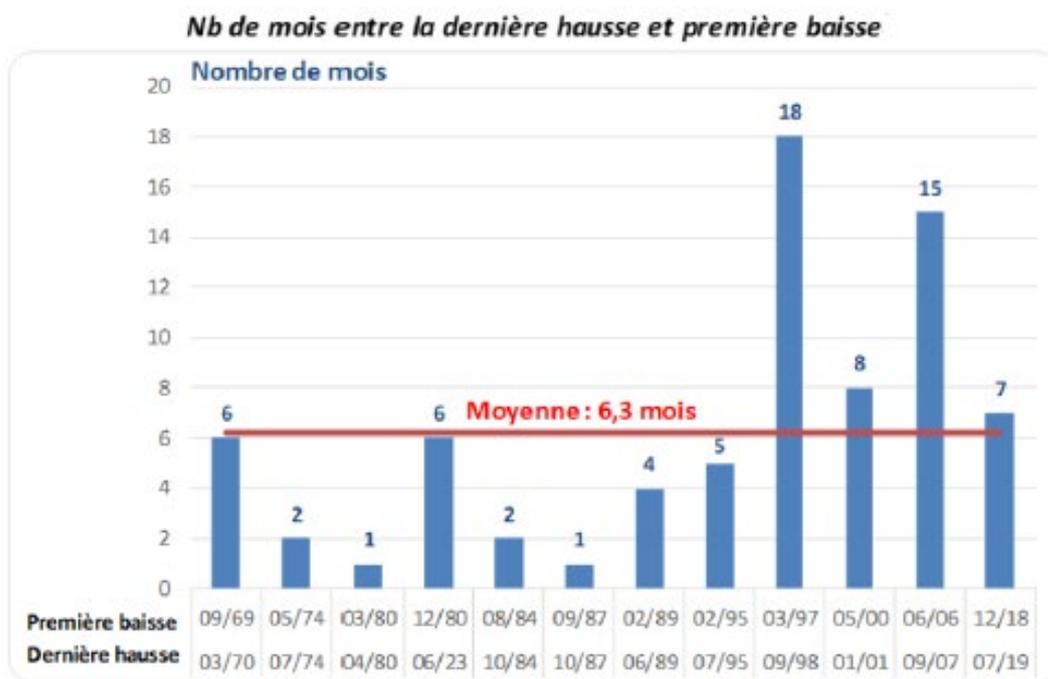
Algunas empresas han tendido a "abusar" de este poder de fijación de precios para subirlos más de lo necesario y aumentar así sus beneficios. Es lo que se ha dado en llamar "greedflation". Aunque las empresas minoristas operan en su mayoría en mercados libres, la ética de esta práctica deja un sabor amargo entre el público y algunos políticos. En efecto, en un periodo económico difícil para la clase media, que sufre una caída del poder adquisitivo debido a la inflación galopante, este planteamiento puede ser cuestionable. Mientras muchos funcionarios y profesionales con bajos ingresos protestan en las calles por un ajuste de sus salarios, los grandes grupos aprovechan para aumentar sus precios por encima del incremento de sus tarifas. No es necesario cuestionar el capitalismo. Sin embargo, algunos gobiernos con ideologías más socialistas podrían atajar este fenómeno si continúa.

Q1 2023 Growth		
	Price	Volume
CocaCola	9.0%	3.0%
Colgate-Palmolive	12.0%	-3.5%
Conagra	15.1%	-9.0%
Hershey	8.9%	3.3%
Mondelez	16.2%	3.2%
P&G	10.0%	-3.0%
PepsiCo	16.0%	-2.0%
Unilever	10.7%	-0.2%

TheTrancript.Substack.Com



Dada la importancia del impacto de las políticas monetarias en los mercados bursátiles en estos momentos, hemos esperado excepcionalmente a las reuniones del Banco Central Europeo y de la FED para finalizar nuestra revisión mensual del mercado y ofrecerles nuestras reacciones sobre el terreno a los anuncios de esta semana. Y al final, estas reuniones tan esperadas que acabaron con un resultado desalentador. Los dos principales bancos centrales del mundo anunciaron exactamente lo que esperaba el consenso, es decir, una subida de 25 puntos básicos de sus tipos directores para situarlos respectivamente en el 5,25% para la FED y el 3,75% para el BCE. Las conferencias de prensa no dieron muchas pistas sobre sus futuras actuaciones. Como mucho, la FED insinuó que ésta podría ser la última subida y que podría producirse una pausa en el ciclo de subidas, pero que no se esperaban recortes de tipos en un futuro próximo. Se espera que el BCE, que inició su primera subida de tipos 4 meses después que la FED y que está luchando contra la ralentización de la inflación en la zona euro, siga adoptando una política restrictiva en los próximos meses. El consenso es, por tanto, a favor de una nueva subida de 25 puntos básicos en la reunión de junio. Aunque la inflación esté bajando, la lucha contra ella no parece haber terminado y los bancos centrales no parecen querer bajar la guardia. Por ello, la reacción a estos anuncios fue más bien negativa, ya que los inversores esperaban una flexibilización más rápida. ¿La ruina de los bancos comerciales estadounidenses enturbiarán las aguas? No deberíamos tardar mucho en encontrar una respuesta a esta pregunta.



Source : Aurel BGC, Altair Economics

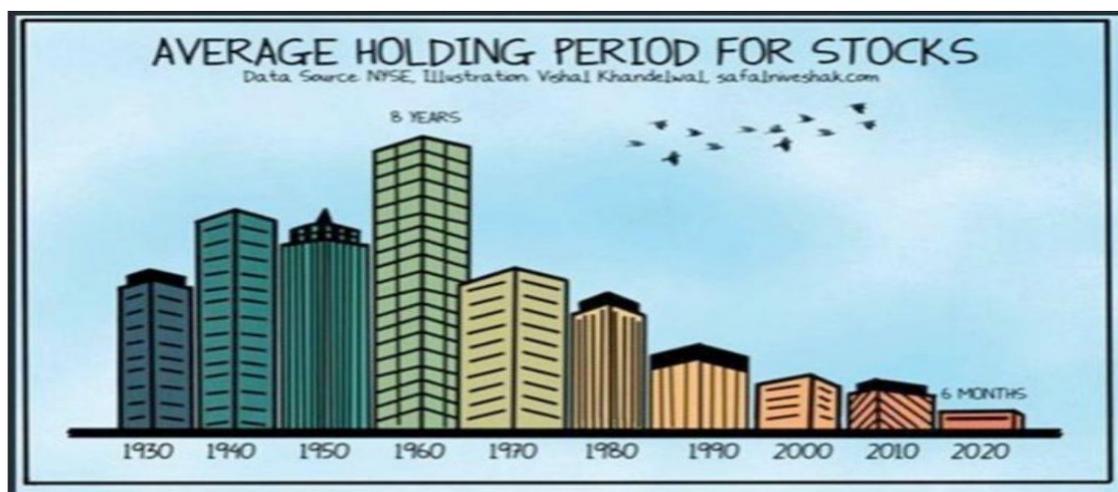
Es difícil prever cuándo se despejará el horizonte, pero está claro que los inversores no están demasiado preocupados por el momento. ¿Estarán cegados por ver el vaso medio lleno? Sólo el tiempo lo dirá.



Entre otras cosas, gracias a un suave invierno, nos alegramos de que no se haya materializado el peor escenario posible de escasez de electricidad y todas las dramáticas consecuencias que algunos pronosticaban. Sin embargo, no debemos caer en la complacencia. Algunas áreas de tensión del mercado siguen muy activas. En primer lugar, el techo de la deuda. La Sra. Yellen anunció recientemente que podría producirse un impago estadounidense a principios de junio de 2023. En el pasado, el Congreso siempre ha encontrado una solución, pero a veces ha sido dolorosa y los mercados han sufrido las consecuencias. Francia está que arde desde que se impuso con dificultad la reforma de las pensiones. Además, la agencia de calificación Fitch aprovechó la ocasión para rebajar su calificación de AA a AA-. Algunos dirán que se trata de una revisión cosmética, pero el mensaje no es tranquilizador. La desdolarización de la economía mundial también es motivo de preocupación. No porque el dólar estadounidense esté perdiendo su lustre, sino porque un bloque de países con economías cada vez más fuertes e ideologías a veces cuestionables están uniendo sus fuerzas. Hemos asistido a una intensificación de las relaciones diplomáticas entre China, Rusia, India, Brasil (los "BRICS" del momento), pero también países como Arabia Saudí, que están estableciendo una alianza para reducir su dependencia del dólar estadounidense en sus transacciones comerciales. No podemos imaginar que esto no aumente las tensiones geopolíticas a largo plazo, dado que éstas no se encuentran en su mejor momento.

En conclusión, reiteramos nuestra convicción de que la diversificación de las inversiones es esencial para hacer frente a todas las fases del mercado. El uso de inversiones descorrelacionadas también contribuye positivamente a la relación riesgo/rentabilidad de las carteras. A este respecto, recientemente hemos identificado estrategias alternativas que merece la pena investigar. Todo el equipo de Weisshorn estará encantado de discutir las con más detalle.

Le deseamos un maravilloso mes de mayo.



Source: Compounding Quality

**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 ser divulgados 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.