

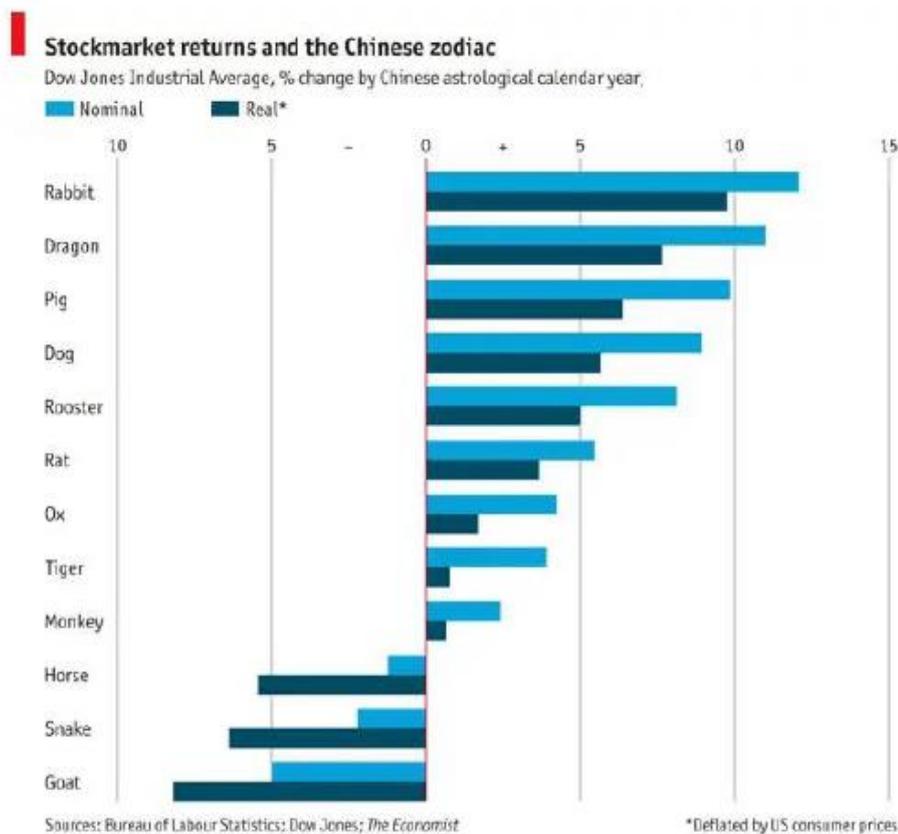


A pesar de las revisiones de los economistas sobre el inicio del ciclo de relajación monetaria, los mercados de renta variable se comportaron bastante bien en febrero. En efecto, a raíz de las recientes estadísticas económicas y de la publicación de las actas de la última reunión de la Reserva Federal estadounidense, las expectativas de una bajada de tipos cayeron. En enero, el consenso apuntaba a una primera bajada de tipos en marzo, mientras que hoy en día no se espera que el Banco efectúe un recorte hasta junio. Además, el número de recortes de tipos previstos para 2024 ha caído de seis a tres. Estas revisiones se explican por una ralentización de la inflación subyacente menos rápida de lo previsto (debido principalmente a los precios de la vivienda) y por el mantenimiento del dinamismo de la actividad económica. Dado que la subida de la renta variable iniciada en octubre de 2023 se vio impulsada en particular por la perspectiva de una política monetaria más acomodaticia (el famoso pivote de los bancos centrales), podríamos haber imaginado que estas revisiones tendrían un impacto negativo en el sentimiento de los inversores, desencadenando una corrección de la renta variable. Pero no ha ocurrido nada de eso. Todo lo contrario. Los excelentes resultados empresariales del cuarto trimestre desencadenaron una nueva oleada de compras. En esta economía dorada "Goldilocks" (inflación bajo control y en contracción, y crecimiento positivo), la mayoría de los índices ganaron entre un 2% y un 5% por cuarto mes consecutivo de subidas. Aunque algunos valores tecnológicos (sobre todo los que se benefician directamente de la inteligencia artificial), como Nvidia (que ha subido un 60% desde principios de año), registraron rentabilidades estratosféricas, el resto del sector tecnológico no obtuvo tan buenos resultados. En Japón, tras una fuerte subida en enero (+8,4%), el índice Nikkei 225 de los principales valores japoneses ganó otro 7,5% en febrero. Esto permitió al índice superar su máximo histórico, que data de 1989, a pesar de que la economía japonesa se contrajo por segundo trimestre consecutivo, en lo que parece una recesión.

En Europa, el sector del automóvil fue el gran vencedor, con una subida superior al 12% en el mes, ayudado en particular por los comentarios optimistas del jefe de Mercedes-Benz (+17,2%) en el día dedicado a los inversores.



El sector minero (-6,5%), fuertemente correlacionado con la actividad económica china, sigue decepcionando. Hablemos de China. Tras destituir al jefe del regulador chino de valores (CSRC), las autoridades chinas introdujeron restricciones a las ventas en corto. Como resultado, el mercado chino experimentó por fin un repunte en febrero. El índice CSI300 ganó un 9,6%, mientras que el HSCEI ganó un 9,3%. Evidentemente, es demasiado pronto para interpretar esta subida como el inicio de una nueva tendencia o simplemente como un rebote técnico, pero las autoridades chinas están intentando contener la caída. Para reanudar una tendencia alcista sostenida, serán necesarias más medidas fundamentales y económicas. El recorte del tipo de interés preferencial a 5 años (LPR) del 4,20% al 3,95% también fue bien acogido por los inversores. Algunos economistas hablan de una "japonización" de la economía china. Esto implica que China experimentará la misma evolución económica que su vecino en la década de 1990. Sin duda podemos ver algunas similitudes. La tasa de fertilidad de China es actualmente de sólo 1,2 hijos por mujer, frente al 1,5 de Japón en los años noventa. El mercado inmobiliario chino ha implosionado, al igual que ocurrió en Japón en su momento. Por otra parte, cuando el mercado bursátil del país del sol naciente se desplomó, se valoraba a 70 veces los beneficios, mientras que el mercado chino cotiza actualmente a 9 veces los beneficios. El yen japonés se apreció un 30% en 1985 y años posteriores, lo que lastró a la economía japonesa en su conjunto y a los exportadores en particular, lo que no ocurre hoy con el renminbi. Es evidente que la situación económica actual de China no es alentadora, pero los cambios urbanos son necesarios en este país, que aún está emergiendo. Esto debería favorecer el crecimiento del país a largo plazo. Queda por ver si el Año del Dragón representará un punto de inflexión. Las sesiones parlamentarias de principios de marzo podrían dar ya algunas pistas.





Como decíamos en la introducción, la renta variable subió en febrero a pesar de la subida de los tipos de interés. De hecho, el rendimiento estadounidense a 10 años repuntó 33 puntos básicos y su "primo" alemán 24 puntos básicos. Estos rendimientos se sitúan ahora en el 4,25% y el 2,41% respectivamente. El movimiento al alza fue aún más violento en los tipos cortos, acentuando la inversión de la curva. Unas palabras también sobre los activos digitales, que gozan de un renovado interés a medida que el "halving" del Bitcoin se acerca. Esta práctica, que se produce aproximadamente cada cuatro años (es decir, cada 210.000 bloques), consiste en reducir a la mitad la comisión de los mineros. Esto aumenta la escasez del activo y, por tanto, hace subir su precio (siempre que se mantenga la demanda). Bitcoin se disparó más de un 40% en el mes y está cerca de su máximo histórico. La mayoría de los demás activos digitales siguieron la tendencia en proporciones similares.

Tendencias del mercado hasta febrero de 2024

Equities in Local Currencies								
End of February	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	4.11%	5.17%	4.93%	3.54%	-0.76%	0.93%	4.63%	9.35%
Perf 3 Month	10.37%	11.57%	11.30%	8.43%	-0.57%	5.39%	3.43%	0.57%
Perf YTD	5.30%	6.84%	7.88%	5.09%	-1.00%	2.70%	-0.27%	2.48%

Commodities				Currencies vs EUR				
End of February	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	3.18%	2.34%	0.23%	-1.34%	0.12%	-1.92%	-0.38%	-2.50%
Perf 3 Month	3.03%	0.95%	0.39%	0.34%	0.77%	-0.43%	0.77%	-0.29%
Perf YTD	9.23%	8.54%	-0.91%	-0.77%	2.16%	-3.91%	1.28%	-2.81%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of February	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.26%	-1.41%	-1.08%	-2.08%	-2.35%	-1.27%	0.79%	0.38%
Perf 3 Month	1.43%	2.08%	1.88%	1.69%	2.68%	2.15%	4.65%	4.00%
Perf YTD	-2.62%	-1.68%	-1.40%	-2.23%	-4.12%	-1.96%	0.60%	-0.19%

Fuente: Bloomberg 29/02/24.

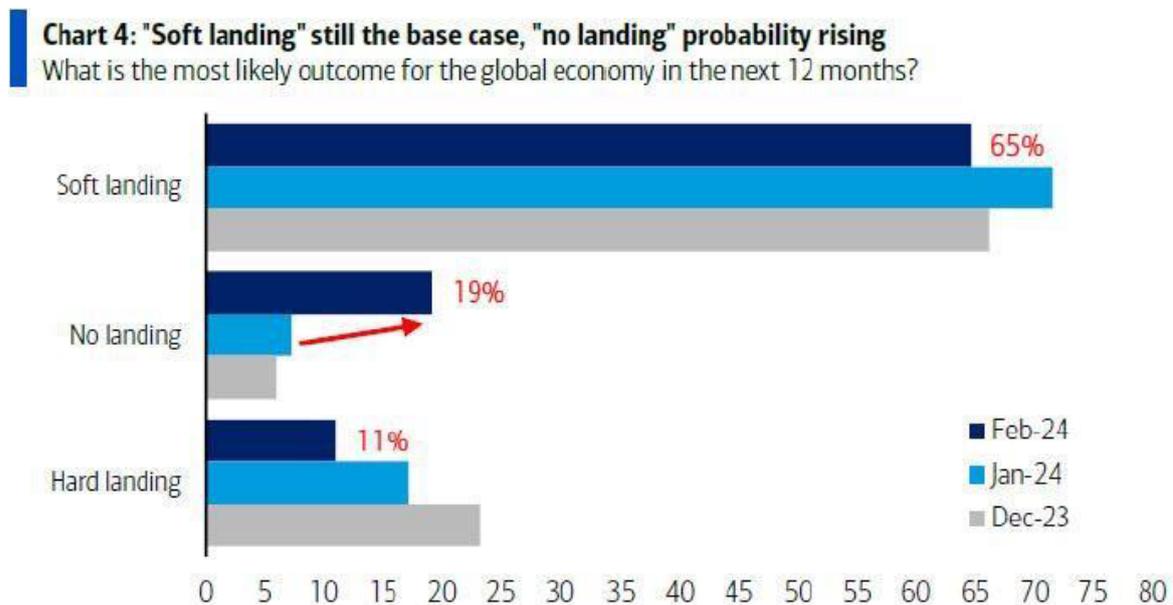
En un momento en que el S&P500 ha superado la barrera de los 5.000 puntos por primera vez en su historia, hemos pensado que sería una buena idea exponer una lista (no exhaustiva) de argumentos a favor y en contra de una prolongación del rally del mercado de renta variable.



Empecemos por los **argumentos positivos**:

Fundamentos

Como decíamos en la introducción, el actual escenario macroeconómico (Goldilocks) es favorable para los mercados de renta variable. Las últimas cifras de crecimiento en Estados Unidos confirman la fortaleza de la economía. La mayoría de los asalariados han conseguido mantener su poder adquisitivo presionando a sus empleadores para que les suban el sueldo, y esto ha sido así en muchos sectores. A pesar de ello, la mayoría de las empresas han publicado excelentes resultados para el cuarto trimestre y para 2023 en su conjunto. En general, las perspectivas (guidance) para 2024 son alentadoras y, según los directores financieros de las empresas, la visibilidad de las tendencias empresariales es buena. Gracias a la innovación y a la implantación gradual de la inteligencia artificial (IA), que mejora la productividad, las grandes empresas han logrado defender y preservar sus márgenes de beneficio, a pesar del impacto negativo de la inflación. Esta tendencia se mantendrá en los próximos trimestres, lo que resulta tranquilizador.



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

Valoración

La definición de una tendencia alcista es una serie de máximos y mínimos superiores a los anteriores. A menudo, los inversores tienden a sentirse ansiosos cuando un mercado alcanza un máximo histórico... quizá por miedo a lo desconocido. Sin embargo, cuando un nuevo máximo histórico está respaldado por fundamentos sólidos y una economía en expansión (como es el caso actual), no debería haber nada de qué preocuparse. El principal riesgo es que un ambiente de euforia se apodere de los mercados y provoque la formación de una burbuja de valoración. Aunque, como demostraremos a continuación, la mayoría de los mercados bursátiles (y la renta variable estadounidense en particular) no están "baratos", no se trata de una burbuja de valoración, al menos por el momento. Los indicadores utilizados desde hace más de 40 años por el famoso Ray Dalio, fundador del fondo de cobertura Bridgewater, parecen confirmar esta hipótesis.



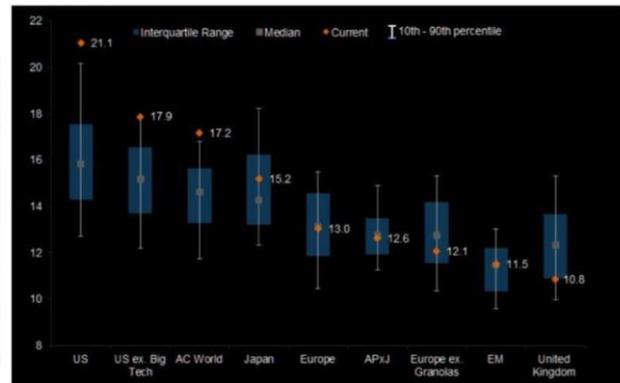
Current Conditions Compared to Previous Bubbles

	Roaring 1920s	Dot-Com Bubble	2007	Jan 22 Total Market	Jan 22 Emerging Tech	Today: Total Market	Today: Mag-7
1 Prices are high relative to traditional measures	Bubble	Bubble	No Bubble	Somewhat Frothy	Frothy	Frothy	Frothy
2 Prices are discounting unsustainable conditions	Bubble	Bubble	No Bubble	No Bubble	Frothy	Somewhat Frothy	Frothy
3 New buyers have entered the market	Bubble	Bubble	Frothy	Frothy	Bubble	Somewhat Frothy	Somewhat Frothy
4 There is broad bullish sentiment	Bubble	Bubble	Frothy	No Bubble	Frothy	No Bubble	Frothy
5 Purchases are being financed by high leverage	Bubble	Bubble	Bubble	Somewhat Frothy	Bubble	No Bubble	No Bubble
6 Buyers / businesses have made extended forward purchases	Frothy	Bubble	Bubble	No Bubble	Somewhat Frothy	No Bubble	Frothy

New All-time High	Additional Gain Beyond New High	Time From New High to Eventual Peak (# of Trading Days)
Aug. 2020	42%	347
Mar. 2013	116%	1735
May 2007	2%	92
Jul 1989	352%	2709
Nov 1982	137%	1215

Source: Bloomberg, Edward Jones. Price return of the S&P 500 Index.

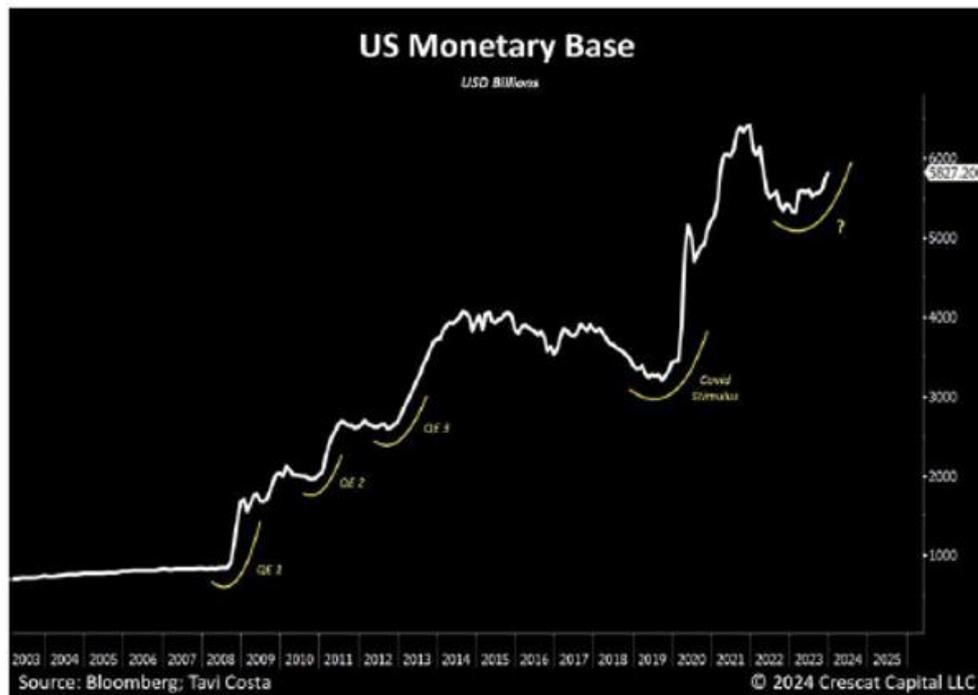
World valuations



Source: FactSet

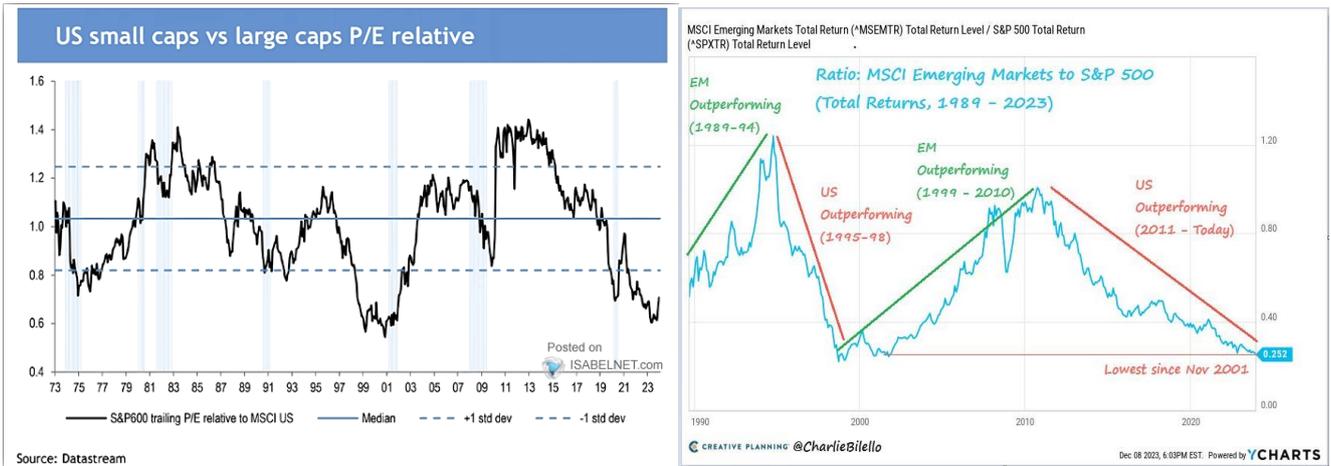
Bancos centrales

Desde la gran crisis financiera de 2008 (CFG), los bancos centrales han demostrado su capacidad de reacción y su intervencionismo cuando ha sido necesario. Antes de esta crisis, que provocó la quiebra de instituciones de renombre como Lehman Brothers y Bear Stearns, por citar algunas, los bancos centrales dejaban que el mercado encontrara su equilibrio. Ahora, desde hace más de quince años, los bancos centrales tienden a intervenir más rápidamente y a mayor escala, sustituyendo a los inversores cuando desaparecen. El Banco Central Japonés (BoJ), que posee más de la mitad de la deuda pública japonesa y es accionista de muchas de las empresas que componen el Nikkei 225, es un buen ejemplo de ello. Por tanto, podemos imaginar que el BoJ inyectará liquidez y bajará los tipos de interés cuando haya signos concretos de desaceleración.



Aumenta la participación

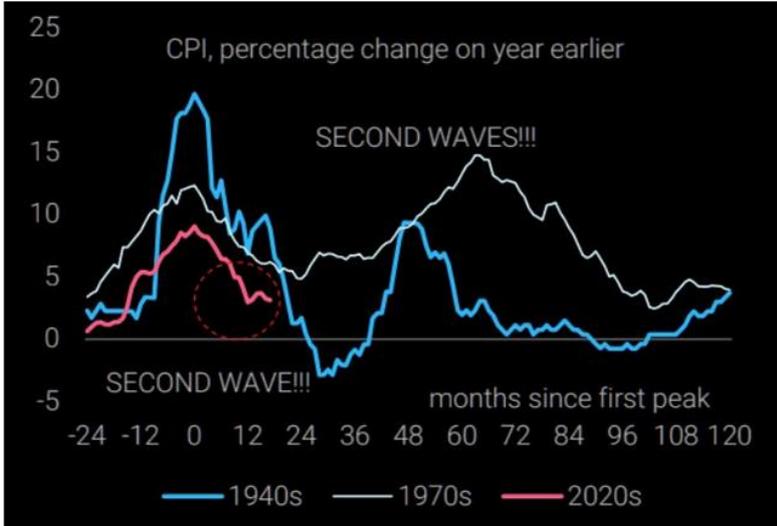
El hecho de que una gran parte del mercado no participe en el rally es un tema que se ha debatido largo y tendido en los últimos meses. El peso de las diez mayores empresas del índice S&P500 está en niveles récord. Toda la atención se centra en los gigantes tecnológicos que, es cierto, se están llevando la mayor parte del pastel. Las pequeñas y medianas empresas están siendo desatendidas. Los inversores temen que estas empresas, que a menudo tienen balances más apalancados que las de gran capitalización, se lleven la peor parte de la subida de los tipos de interés y tengan problemas para refinanciar su deuda. Se trata de una preocupación legítima. ¿Y si estas empresas más pequeñas atrajeran de nuevo el interés de los inversores y se pusieran al día? Ciertamente se trata de un argumento hipotético, pero si los tipos de interés bajaran como el consenso cree que lo harán, podría materializarse e impulsar los índices a nuevos máximos. Este argumento también se aplica a los mercados emergentes. Salvo algunas excepciones, la mayoría de los mercados emergentes se han visto perjudicados por la fortaleza del dólar estadounidense en los últimos años y se benefician de unas valoraciones bajas. El renovado interés por estos mercados podría acentuar el impulso positivo de la renta variable.



Pasemos ahora a los **argumentos negativos que militan** a favor de una corrección de los mercados de renta variable:

Un nuevo pico de inflación

Es evidente que este riesgo existe. Como hemos mencionado en varias ocasiones en los últimos meses, los "efectos de la segunda ola" deben tomarse en serio. De hecho, asistimos a una caída de la inflación menos acusada de lo esperado tanto en Europa como en Estados Unidos a finales del año pasado, razón por la cual los bancos centrales no se apresuran a recortar los tipos. Una aceleración sostenida de la inflación podría provocar un mayor endurecimiento de la política monetaria y, por consiguiente, de las condiciones crediticias. El poder adquisitivo de los consumidores se vería sometido a nuevas presiones y la demanda de bienes y servicios se desplomaría. Además, es probable que las empresas más endeudadas no puedan refinanciar su "wall of debt". Como consecuencia, las tasas de impago se dispararían, aunque la mayoría de estas empresas no representen un riesgo sistémico. Por otra parte, una posible oleada de quiebras podría sumir a los bancos en una situación difícil, exigiendo recapitalizaciones... ¿Acudirán de nuevo los bancos centrales al rescate? Probablemente sí.



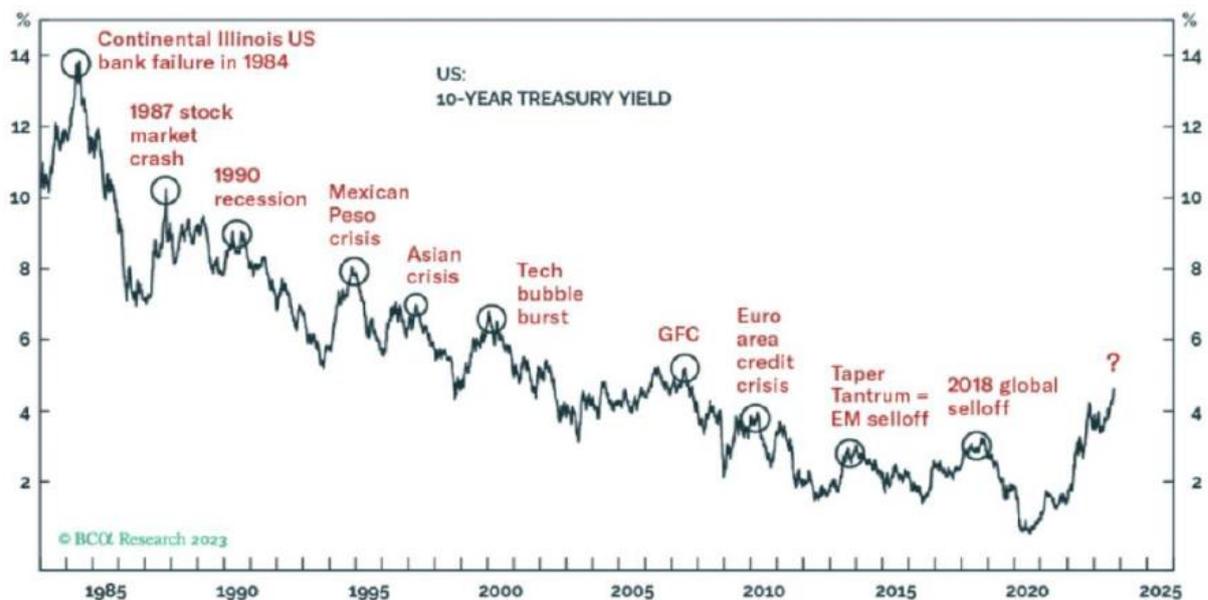
Source: TS Lombard



Tipos de interés

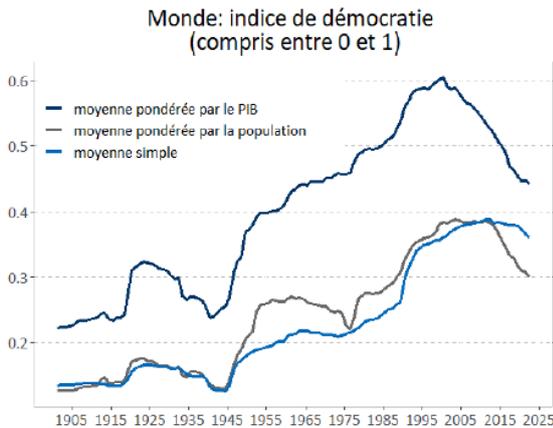
El ciclo de subidas de tipos más rápido de la historia podría dejar huella y provocar una fuerte caída de los mercados. Pero no olvidemos que los bancos centrales son mucho más reactivos hoy que en el pasado, y que disponen de diversos mecanismos para evitar que una situación se descontrola. Ya saben el dicho, no hay mal que por bien no venga. Los inversores han tendido a apreciar el hecho de que los bancos centrales hayan acudido al rescate de los mercados financieros en los últimos años, pero como ya hemos mencionado en el pasado, este intervencionismo debería ser motivo de preocupación a largo plazo. Da cada vez más poder a los políticos y socava el liberalismo...

A Rise In Bond Yields Typically Ends With A Financial Accident

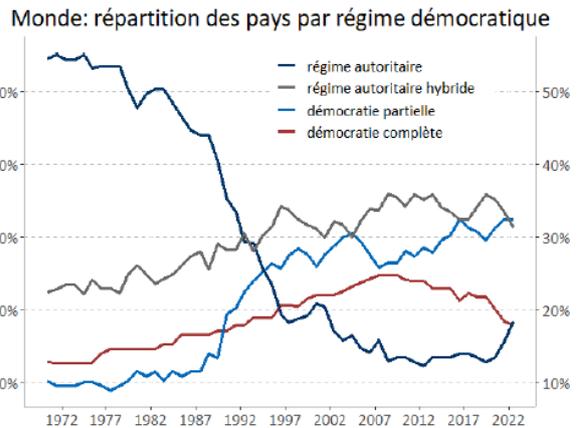


El contexto político/geopolítico

Seamos claros: la situación nunca había sido tan tensa desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Ya sea en Ucrania, Oriente Medio o Corea, la retórica es beligerante. A pesar de las incertidumbres asociadas a estos conflictos armados, y prescindiendo como de costumbre del desastre humanitario, el impacto en los mercados financieros se mantiene estable por el momento. Desgraciadamente, dado el nivel de tensión en estas regiones, no se pueden descartar efectos indirectos. ¿Qué pasaría si un misil ruso cayera "por error" en suelo europeo? ¿Y si un misil norcoreano alcanzara Japón? ¿Y si Irán entrara oficialmente en conflicto con Israel? Y si, y si, y si... Son sólo suposiciones, pero el riesgo de que algo salga mal es mayor que nunca. Esta situación ya ha provocado decisiones de rearme en Europa y en todo el mundo (cínicamente, esto debería ayudar a las empresas industriales activas en este segmento...) y es probable que esta tendencia continúe. En el mismo contexto, las próximas elecciones estadounidenses, previstas para noviembre de 2024, también deberían aportar su cuota de incertidumbre. Si Donald Trump es reelegido, podemos imaginar un nuevo orden mundial en los próximos años. Según Trump, no puede descartarse un replanteamiento de la OTAN.



Source: V-Dem, Les Cahiers verts de l'économie



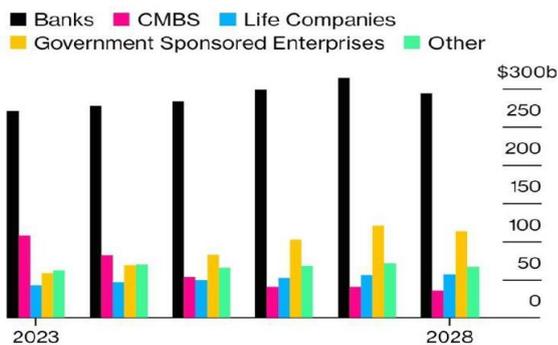
Source: V-Dem, Les Cahiers verts de l'économie

La situación financiera de los bancos comerciales estadounidenses

Como sabemos desde hace más de un año, los bancos regionales estadounidenses están sufriendo de lleno la subida de los tipos de interés y la contracción del mercado inmobiliario nacional. En Alemania, la situación tampoco es precisamente favorecedora. Como todos sabemos, algunos bancos ya han tenido que cerrar o ser absorbidos. Existe el riesgo de que se produzca un efecto dominó, pero, como ya se ha dicho, probablemente los bancos centrales lo detendrían rápidamente.

Almost \$3 Trillion of US CRE Debt Matures Through 2028

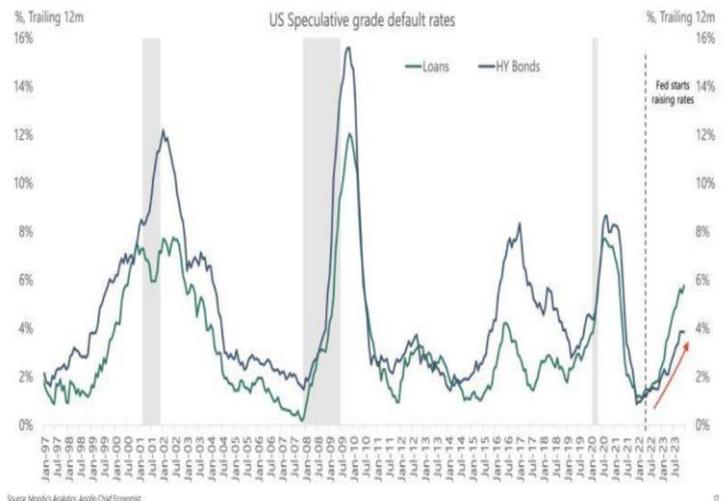
Banks have the biggest exposure to commercial real estate lending



Source: Trepp Inc., Federal Reserve
CRE lending numbers include multifamily. GSE includes Fannie Mae and Freddie Mac.

Bloomberg

A Default Cycle Has Started





Como puede imaginarse, es difícil tener una visión clara de la dirección que tomarán los mercados de renta variable en los próximos meses. Lo cierto es que los argumentos fundamentales son más bien alentadores, mientras que la confirmación de hipotéticos acontecimientos exógenos (como conflictos armados) podría frenar este impulso. Por lo tanto, animamos a los inversores a estar invertidos y a no apostar (especular) por la materialización de un posible escenario catastrófico. Para los inversores más defensivos, la protección contra una posible caída podría tener sentido, siempre que no resulte demasiado costosa. La diversificación y la inclusión en una cartera de inversiones no correlacionadas siguen siendo las reglas de oro. Esperamos que disfrute del comienzo de la primavera.

Gráficos de bonificación

BULL MARKET BEHAVIOR CHECKLIST			
	Bull Market Criteria	Current Reading	Bull Market Behavior?
Weekly New High - New Lows (As % of NYSE + NASDAQ Issues Traded)	Greater Than 0	Greater Than 0 (4 Consecutive Weeks)	Yes
Net New High A/D Line NYSE + NASDAQ	Rising	Rising (20 Days in a Row)	Yes
% of Global Markets Above Their 50-Day Average	Less Than 70%	Greater Than 70% (1 Day in a Row)	Yes
ACWI Long-Term Trend	Rising	Rising (43 Consecutive Weeks)	Yes
S&P 500 200-Day Average (Level vs 10-Days Ago)	Rising	Rising (175 Days in a Row)	Yes
Value Line Geometric Index Long-Term Trend	Rising	Rising (14 Consecutive Weeks)	Yes

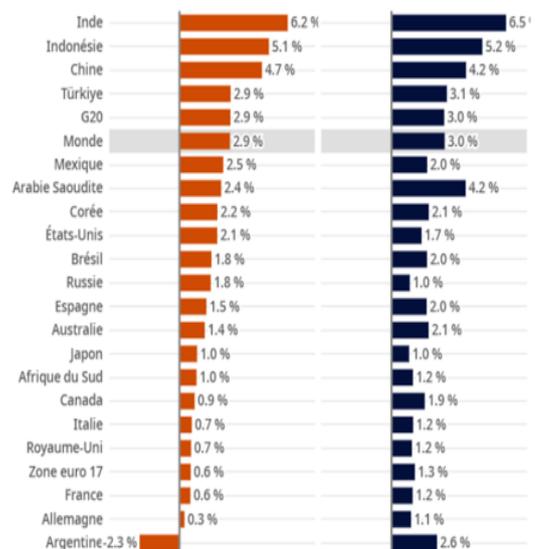
(data as of 2/16/2024)

Source: Hi Mount Research

Total: 6/6

Projections de croissance du PIB réel pour 2024 et 2025

Glissement annuel, en %



Source: OCDE

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.