

## Revisión del mercado marzo 2023



¿Y si la inflación vuelve a preocupar a los inversores? Tras varios meses consecutivos de desinflación, la inflación ha dado muestras de fortaleza en las últimas semanas. Aunque los precios de la energía se estancaron tras su reciente descenso, son sobre todo los alimentos y los servicios los que contribuyen a esta recuperación. En Europa, Francia y España han registrado subidas de precios por 2<sup>do</sup> mes consecutivo. En Estados Unidos, el índice PCE, que es el indicador de inflación preferido por la Reserva Federal, pasó del 5,3% en diciembre al 5,4% en enero, frente a las expectativas de consenso del 5%. Esto se produce cuando aún no se han dejado sentir los efectos potencialmente inflacionistas de la reapertura de China. De hecho, los precios de las materias primas han tendido a bajar en febrero, lo que ha provocado un descenso de las cotizaciones de las empresas activas en este sector. El subíndice europeo de materias primas cayó más de un 6% el mes pasado y es ahora el que más baja. También en Europa, el sector del automóvil (+6,45%) fue el que mejor se comportó gracias a los buenos informes de beneficios. A pesar del fuerte repunte de los tipos de interés, el sector tecnológico también estuvo entre los ganadores. En cuanto a los índices generales de Europa, los rendimientos oscilan entre el +2 y el +4% para la mayoría de ellos. El panorama no es el mismo en Estados Unidos. Mientras que el Nasdaq limitó los daños al perder sólo un 0,49% en el mes, el S&P500 y el Dow Jones sufrieron pérdidas del 2,61% y el 4,19% respectivamente. En el caso de este último, esta corrección lleva el rendimiento anual a terreno negativo (-0,99%). Así pues, la rentabilidad superior europea está muy clara a principios de año. Esto puede explicarse por el hecho de que la valoración de la renta variable europea es baja en comparación con la estadounidense, lo que genera flujos de inversión desde este último país. El debilitamiento del euro en los últimos años frente al dólar estadounidense es probablemente un argumento adicional.



Los tipos de interés volvieron a subir en febrero. Las últimas estadísticas sugieren que la actividad económica sigue siendo sólida, al igual que el mercado laboral, con el desempleo en su nivel más bajo en más de 50 años en EE.UU., a pesar de la elevada inflación. Esto se ha reflejado en los tipos a largo plazo, pero aún más en los tipos a corto plazo. El rendimiento estadounidense a 10 años se acercó al 4%, mientras que el rendimiento a 6 meses superó el 5,10%. La inversión de la curva entre el tipo a 10 años y el de 2 años ha seguido aumentando hasta alcanzar los -90 puntos básicos, el nivel más bajo desde los años ochenta. Más del 90% de la curva de rendimiento estadounidense está invertida. Históricamente, cuando más de la mitad se encuentra en territorio negativo, la probabilidad de enfrentarse a una recesión en un plazo de 12 meses es alta. El movimiento ha sido igual de marcado en los tipos alemanes, donde el rendimiento a 10 años ha pasado del 2,28% al 2,65%. Sin embargo, los diferenciales de crédito se mantienen en niveles relativamente bajos, lo que confirma que los balances de las empresas están en buena forma y que éstas deberían poder hacer frente a la subida de tipos. En este contexto y tras cuatro meses consecutivos a la baja, el índice del dólar se ha recuperado ganando un 2,42% en febrero, lo que le permite volver a terreno positivo desde principios de año. Como decíamos en la introducción, las materias primas han sufrido descensos. El oro y la plata no se salvaron, perdiendo un 5,26% y un 11,88% respectivamente. Los activos digitales continuaron su recuperación, pero siguen lejos de sus máximos históricos de 2021.

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

Equities in Local Currencies								
End of February	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	-2.53%	-2.61%	1.80%	2.62%	3.99%	-1.66%	-6.54%	-2.10%
Perf 3 Month	-0.23%	-2.70%	6.90%	7.86%	12.33%	-0.26%	-0.85%	5.62%
Perf YTD	4.30%	3.40%	11.72%	12.27%	14.16%	3.44%	0.80%	5.11%

Commodities								
End of February	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-2.31%	-0.71%	-5.26%	-2.84%	2.73%	-1.85%	0.22%	-0.14%
Perf 3 Month	-4.35%	-1.80%	3.30%	8.76%	-1.59%	-0.22%	-1.88%	-1.25%
Perf YTD	-4.00%	-2.35%	0.16%	7.04%	1.23%	-2.49%	0.66%	-0.70%

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	-3.32%	-2.59%	-2.09%	-3.24%	-5.08%	-3.14%	-1.89%	-2.23%
Perf 3 Month	0.39%	-0.04%	-3.56%	-1.27%	-10.52%	0.69%	2.88%	1.75%
Perf YTD	-0.15%	0.41%	0.08%	-0.18%	-0.59%	0.49%	2.21%	0.90%

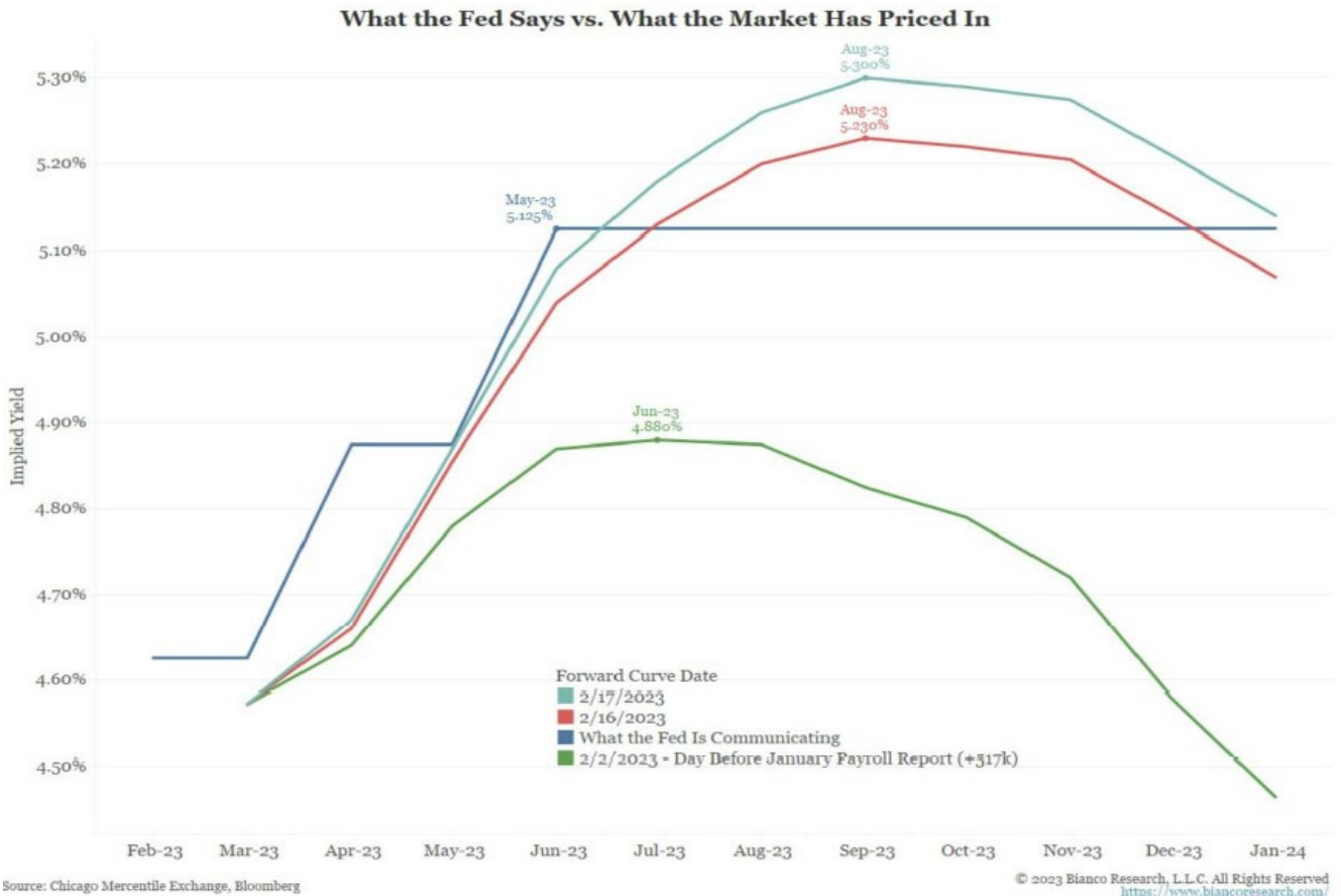
Fuente: Bloomberg 28/02/23.



## **Los bancos centrales**

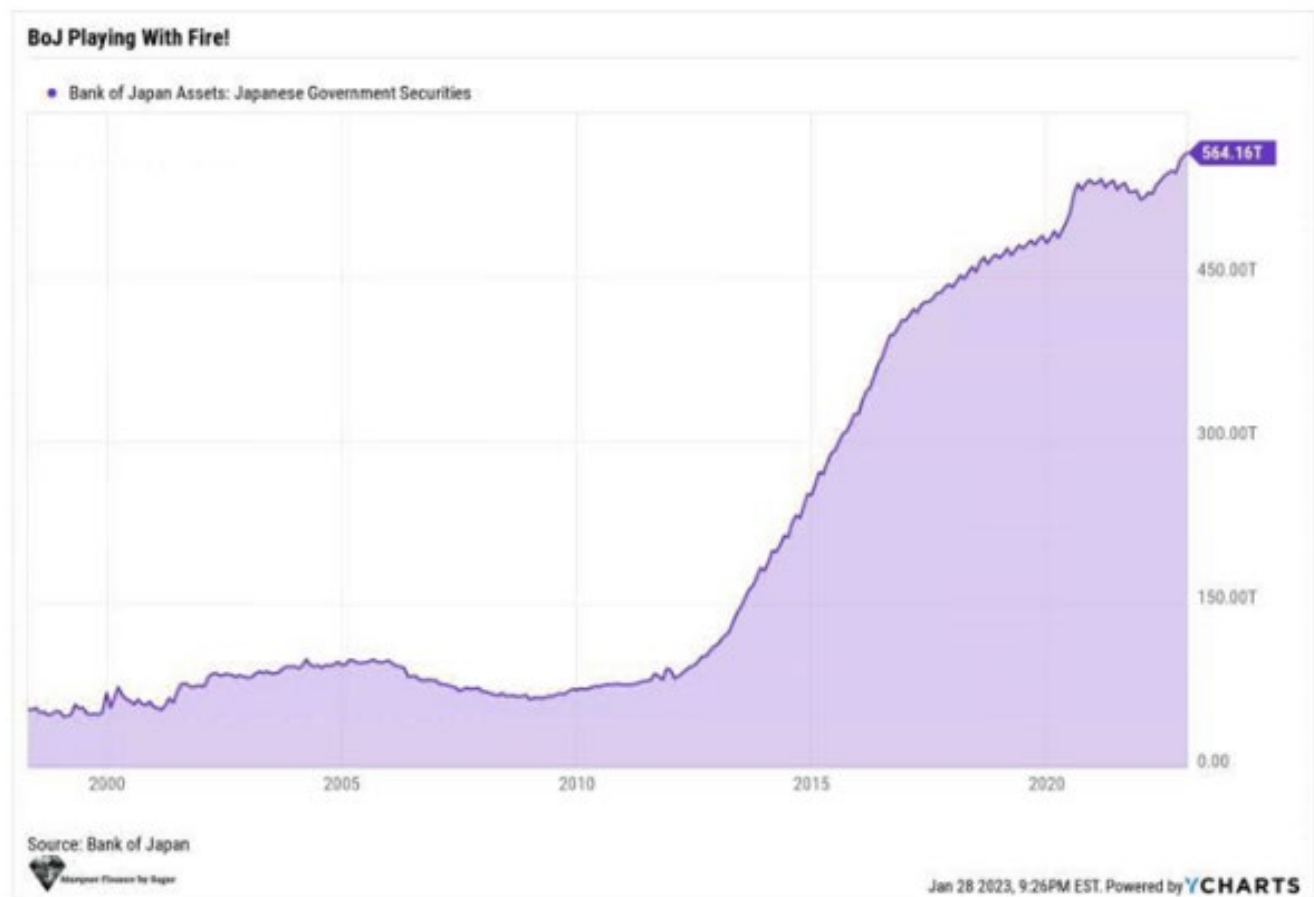
Los principales bancos centrales volverán a reunirse en los próximos días. Si la situación parece clara por el lado del BCE (la Sra. Lagarde ha confirmado en varias ocasiones que el tipo de interés oficial debería subir 50 puntos básicos en marzo para situarlo en el 3%), no lo está tanto por el lado de la FED. El consenso es una subida de 25 puntos básicos, pero tras la publicación de los últimos datos económicos, el mercado especula cada vez más con una posible subida del 0,5%. Además, el tipo terminal ha subido mucho en las últimas semanas, rodando entre 3,5% y 5.5%, tanto en Europa como en Estados Unidos. Poco a poco, los mercados se van haciendo a la idea de que los tipos de interés podrían subir y mantenerse al alza durante más tiempo, algo que los bancos centrales vienen insistiendo desde hace varios meses.

Por otra parte, parece que el mercado de renta variable no está contando realmente con este nuevo acuerdo. Como decíamos en la introducción, el sector tecnológico, que como vimos en 2022 es muy sensible a las variaciones de los tipos de interés, sigue registrando buenos resultados a principios de año. Así mismo, parece que la interpretación de la macro por parte de los inversores en renta variable ha cambiado. El año pasado, los inversores de renta variable acogieron con satisfacción unos datos económicos débiles porque significaban un posible repunte de la inflación y, a su vez, una ralentización del ciclo de subidas de tipos del banco central. Desde principios de año, el sentimiento parece haberse invertido. Dado que la inflación se está contrayendo gradualmente, los inversores están más preocupados por la recesión, por lo que cada estadística de actividad económica mejor de lo esperado tiende a impulsar las acciones al alza, ya que implica que el riesgo de recesión está retrocediendo. Parece que nos encontramos en una encrucijada entre el riesgo de inflación y el riesgo de recesión, y los inversores no saben qué camino tomar. A pesar de esto, los inversores en renta fija parecen estar descontando el riesgo de inflación, lo que se refleja claramente en el repunte de los tipos a ambos lados del Atlántico. ¿Quién se equivoca? Históricamente, los inversores en renta fija han demostrado tener una mejor lectura de la macroeconomía y de la evolución del ciclo económico. Contrariamente a los inversores en renta variable, quienes tienden a actuar de forma más alocada y en busca de beneficios a corto plazo... el tiempo dirá qué clase de activo se equivoca.



Se ha nombrado un nuevo gobernador para dirigir el Banco de Japón (BoJ). Kazuo Ueda, un académico pragmático, sucederá a Kuroda. Su mandato comenzará en abril de 2023. Las personas que conocen a Ueda desde hace tiempo dicen que es difícil etiquetarlo como "hawkish" o "dovish". Ueda sabe crear consenso, sabe escuchar y no busca necesariamente el papel de un líder que imponga sus propias ideas. Estas características parecen haberse confirmado ya. Si el mercado intentó anticipar una normalización de la política monetaria en el momento de su nombramiento, lo que hizo subir inicialmente al yen, el Sr. Ueda puso inmediatamente los puntos sobre las íes. En su primer discurso, confirmó que por el momento mantendrá la misma política que su predecesor. Ni siquiera la cifra de inflación de enero, que se publicó unos días más tarde en el 4,2%, su nivel más alto desde 1981, hizo arquear las cejas al nuevo gobernador. Su mandato no va a ser nada fácil, sobre todo cuando sabemos que más del 50% de la deuda nacional japonesa está en manos del BoJ. ¡Buena suerte, Sr. Ueda!





## Acuerdo post-Brexit

¡Histórico! La Unión Europea y Gran Bretaña parecen haber puesto fin por fin a las tensiones diplomáticas que han dado mucho que hablar y que costaron el trabajo de varios políticos británicos (el Sr. Boris Johnson no nos contradecirá seguramente en esta afirmación). La Sra. Von der Leyen, Presidenta de la Comisión Europea, y el Sr. Sunak, Primer Ministro británico, han llegado a un acuerdo comercial para evitar los controles aduaneros sobre las mercancías en tránsito entre Inglaterra e Irlanda del Norte. Esta cuestión tan delicada fue motivo de discordia desde el principio de las negociaciones del Brexit. Cabe señalar que este acuerdo aún debe ser ratificado por los diputados norirlandeses, pero parece que ya se ha dado un gran paso adelante para pasar por fin la página de este "conflicto" en un país con un pasado sangriento. Este acuerdo debería permitir desbloquear muchos otros expedientes que estaban estancados entre las dos zonas, especialmente en materia de cooperación científica. Por el momento es difícil evaluar las posibles repercusiones económicas. El punto positivo por el momento es que se ha reforzado la cohesión europea. Ésta se ha visto socavada en los últimos años, atrapada en medio del fuego cruzado de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. La situación en Ucrania quizá no sea insignificante para este auge de la amistad entre los aliados de Europa.



Fuente : Le Monde

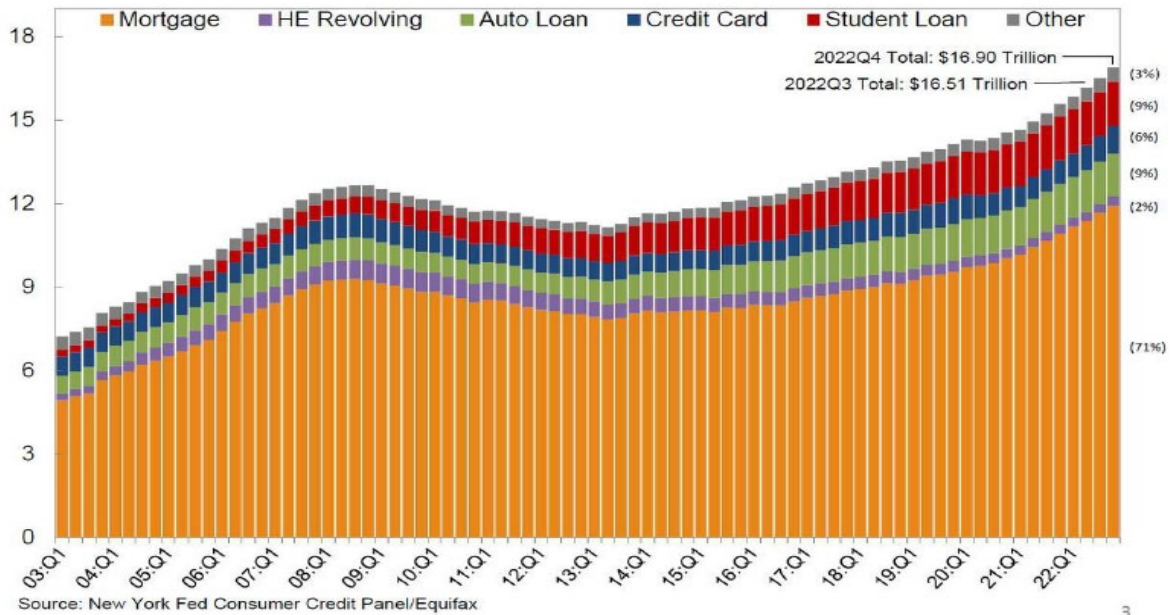
## **La deuda privada de los estadounidenses**

El mes pasado hablamos de la deuda pública estadounidense y de las consecuencias de la subida de los tipos de interés en el presupuesto de Estados Unidos. Hoy vamos a echar un breve vistazo a la deuda privada estadounidense. Esta última no deja de aumentar y preocupa a algunos círculos políticos. Es un hecho cultural que los estadounidenses viven a crédito. A finales de 2022, el stock de deuda privada alcanzará un máximo de más de 16 billones de dólares. Más de dos tercios de este total son deudas hipotecarias, que están parcial o totalmente garantizadas por bienes inmuebles. En el siguiente gráfico se puede observar que el resto de la deuda de los consumidores también ha tendido a aumentar en los últimos años. El Tribunal Supremo de EE.UU. se pronuncia actualmente sobre la legalidad de condonar unos 400.000 millones de los 1.630.000 millones de deuda estudiantil. En agosto de 2022, el Presidente Biden y su Partido Demócrata se tomaron la libertad de poner en práctica una promesa electoral al condonar simplemente 10.000 dólares de deuda a todas las personas que ganaran menos de 125.000 dólares al año y 20.000 dólares a los estudiantes becados. Tras este anuncio, más de 26 millones de solicitantes presentaron solicitudes. El proyecto de ley ha sido bloqueado por los tribunales porque algunos opositores creen que la autoridad para cancelar estas deudas corresponde al Congreso, no al Presidente. El Tribunal Supremo debe pronunciarse antes del 30 de junio.

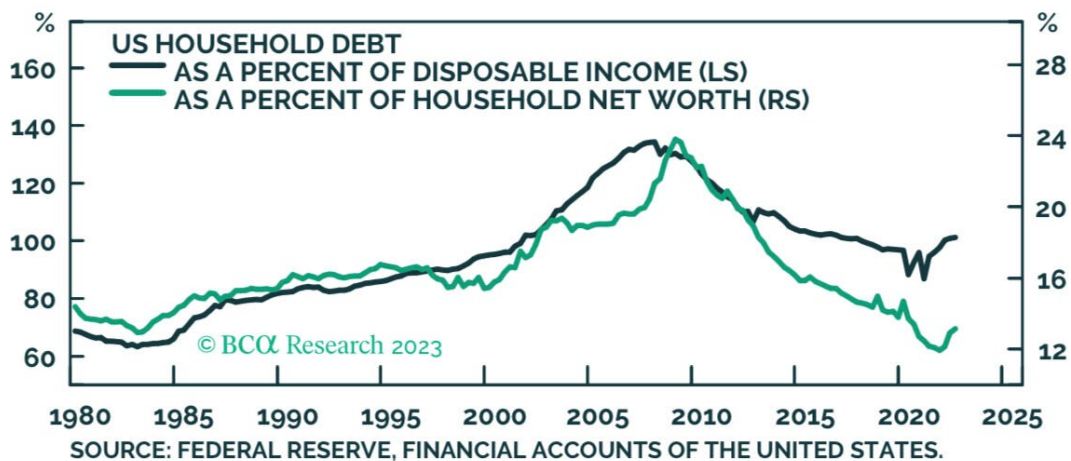


## Total Debt Balance and its Composition

Trillions of Dollars



A pesar de esta enorme cantidad de deuda acumulada, hay que tener en cuenta que la situación financiera de los hogares estadounidenses no es catastrófica. Al contrario. Como podemos ver en el siguiente gráfico, el stock de deuda representa menos del 15% de la riqueza global de los estadounidenses. Lo que está muy lejos del nivel alcanzado durante la crisis financiera de 2008-2009. Sin embargo, estas cifras consolidadas deben tomarse con cautela, porque son consolidadas! Podemos imaginar que, caso por caso, la situación debe ser menos prometedora para algunas personas sobreendudadas. Los debates en torno a la deuda, ya sea pública o privada, no van a terminar. Mientras no se desarrolle una reforma profunda de los hábitos de consumo, este problema seguirá sin solución.





Según las últimas estadísticas económicas, el escenario de recesión es menos factible, pero, en nuestra opinión, no debemos apresurarnos a cantar victoria. La historia nos ha demostrado que una subida de tipos de los bancos centrales tarda entre 9 y 12 meses en reflejarse en la economía real. Los inversores están satisfechos de que la actividad económica siga siendo robusta, mientras que las primeras subidas de tipos se produjeron hace 12 meses en Estados Unidos y hace 9 meses en Europa... las estadísticas económicas de los próximos meses serán decisivas para confirmar un escenario de “soft landing” o una recesión más dolorosa. Tras el efecto TINA "There Is No Alternative" que reforzó la tendencia alcista de la renta variable entre 2020 y 2021, el inversor medio estadounidense puede preguntarse legítimamente si sigue mereciendo la pena invertir hoy en activos de riesgo. En efecto, cuando una inversión pública a 6 meses le ofrece una rentabilidad superior al 5% anualizado, ¿merece la pena asumir más riesgos? Esto suponiendo, por supuesto, que los bonos del Estado estén exentos de riesgo. A modo de recordatorio, los CDS a 1 año siguen rondando la zona de los 70 puntos básicos, debido al temor a que el fracaso de las negociaciones sobre el techo de la deuda repercuta negativamente en el futuro crecimiento de Estados Unidos. Por supuesto, este nivel no indica un riesgo de impago a corto plazo, pero sigue siendo bastante preocupante. Este contexto debería mantener un alto nivel de volatilidad en los próximos meses y debería proporcionar oportunidades interesantes.

Les deseamos una agradable transición a la primavera.



**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 los mismos 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.