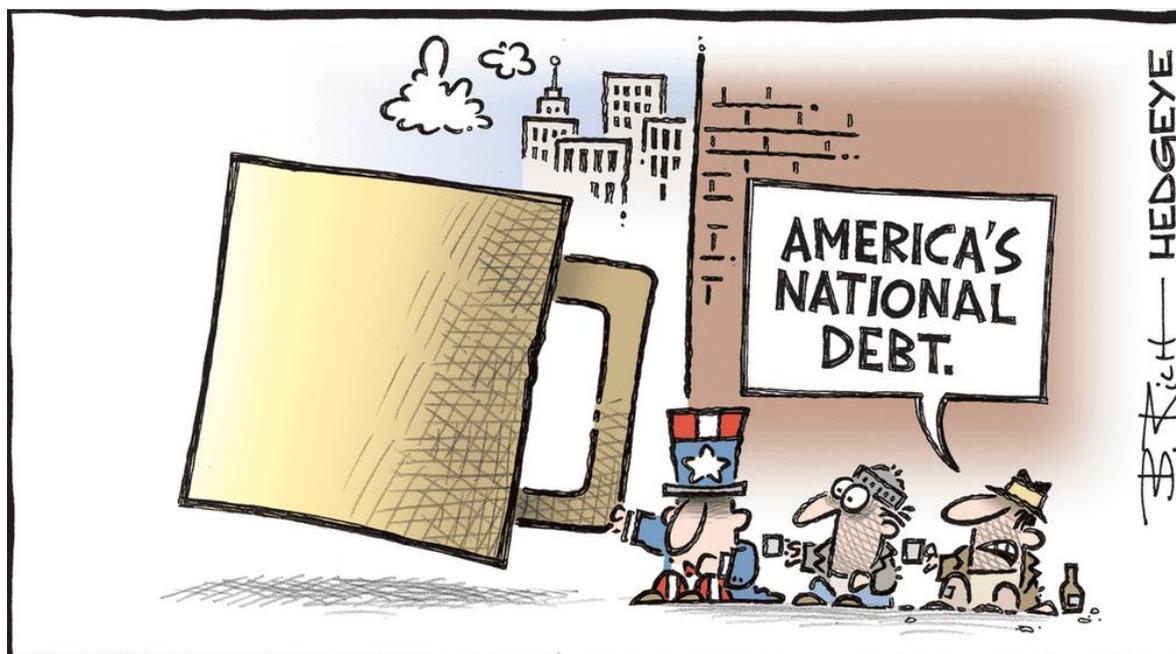


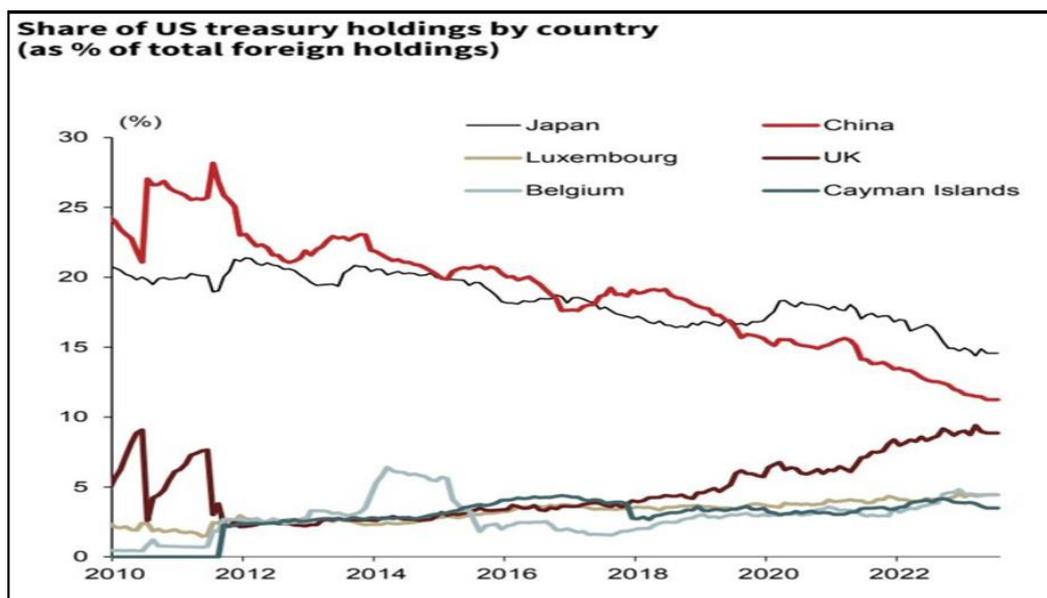
Revisión del mercado noviembre 2023



Dada la adversidad estacional que caracteriza al mes de octubre y las noticias poco alentadoras, parecía poco probable que los mercados subieran. En el frente económico, las presiones salariales y el fuerte consumo de los hogares no permiten que la inflación descienda tan rápidamente como desearían los inversores (a pesar de que las últimas cifras publicadas a finales de mes para la zona euro eran tranquilizadoras), lo que justifica que las políticas monetarias sigan siendo restrictivas. En el plano geopolítico, desde el atentado "sorpresa" de Hamás en suelo israelí el 7 de octubre, Oriente Medio ha vuelto a vivir momentos de gran tensión. Israel, conmocionado y humillado por estos despreciables atentados, se ha fijado como objetivo acabar de una vez por todas con el grupo terrorista, aunque para ello tenga que arrasar la Franja de Gaza. Hezbolá, estacionado en el sur del Líbano, aprovechó la ocasión para abrumar el norte del Estado judío con unos cuantos cohetes. En los mercados financieros, el primer activo en reaccionar fue lógicamente el petróleo, que subió un 4% al día siguiente de la masacre, pero el oro negro volvió rápidamente a los niveles que había alcanzado antes del ataque, terminando el mes con una caída superior al 10%. La condición de valor refugio del oro le permitió ganar un 7,3% en el mes. El oro vuelve a coquetear con su resistencia de 2.000 dólares la onza y bien podría iniciar un nuevo movimiento al alza. A efectos de diversificación, estamos más convencidos que nunca de la utilidad de una ponderación del metal amarillo en una cartera. En este contexto angustioso, la mayoría de los índices bursátiles cayeron entre un 3% y un 4% por tercer mes consecutivo. En Europa, el sector cíclico del automóvil registró el peor comportamiento mensual, seguido del de consumo discrecional. Los sectores defensivos, como los servicios públicos y los bienes de consumo básico, fueron, como suele ocurrir en estos periodos de nerviosismo, los más resistentes. El sector de los seguros también logró mantenerse, terminando el mes sin cambios. En cuanto a los tipos de interés, prosiguió la tendencia al reempinamiento de la curva de rendimientos iniciada este verano.



Tras un fuerte repunte del rendimiento estadounidense a 10 años (+35 puntos básicos durante el mes, hasta el 4,90%), el diferencial entre este último y el rendimiento a 2 años retrocedió a -16 puntos básicos, frente a -47 a finales de septiembre y -107 a finales de junio. A pesar de ello, la mayoría de las curvas de rendimiento siguen invertidas, lo que es un presagio de que la economía se contraerá. Uno de los argumentos esgrimidos en las últimas semanas para explicar la fuerte subida de los rendimientos a 10 años es que China está diversificando sus reservas de divisas y vendiendo bonos del Tesoro estadounidense. Japón, el mayor tenedor extranjero de deuda del Tío Sam, también se ha citado como razón. Aunque el Banco Central de Japón (BoJ) sigue siendo ultraacomodaticio, ha tendido a relajar su control de la curva de rendimientos. Esto permitirá que los rendimientos suban, haciendo que las inversiones en bonos denominados en yenes sean más atractivas para los inversores nacionales.



Al otro lado del Atlántico, los rendimientos alemanes (utilizados como rendimiento de referencia para Europa) tendieron a caer en toda la curva, pero los rendimientos a corto plazo cayeron más bruscamente, provocando el mismo fenómeno que en Estados Unidos, con un empinamiento de la curva.

Es interesante observar que, en el actual clima de incertidumbre, Bitcoin ha registrado un rendimiento mensual del 28% (+109% desde principios de año) y cotiza a su nivel más alto desde mayo de 2022. Los inversores se regocijan ante la inminente llegada de un ETF estadounidense para la criptomoneda. Se dice que el regulador financiero estadounidense (SEC) está a punto de aprobar el lanzamiento de un producto emitido por BlackRock, el mayor gestor de activos del mundo. Este resurgimiento del interés podría poner fin a 18 meses de la travesía del desierto de los activos digitales. Asunto digno de seguimiento.



Tendencias del mercado hasta octubre de 2023

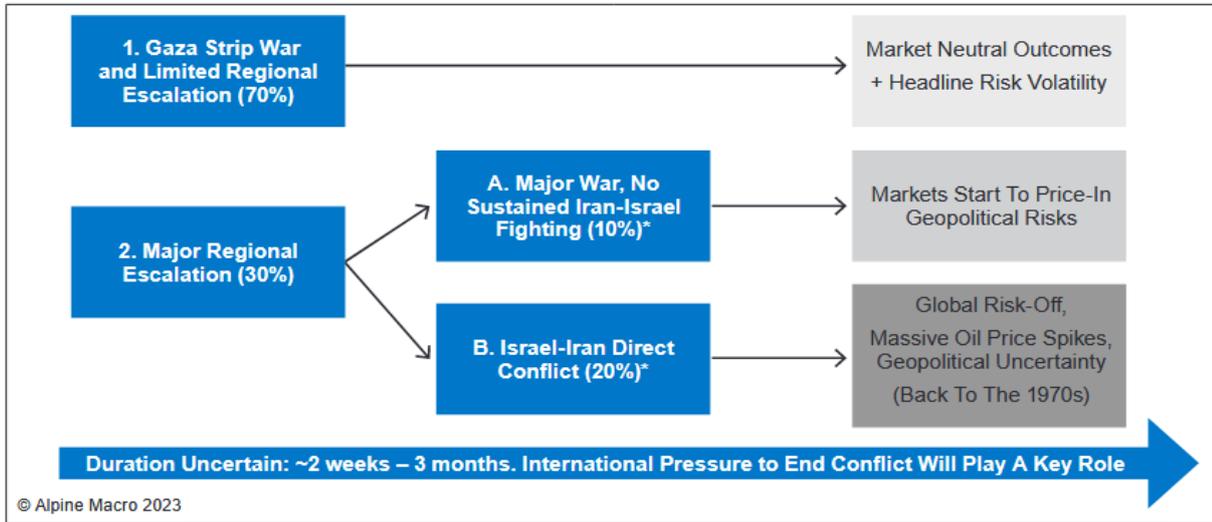
End of October	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	-2.97%	-2.20%	-2.72%	-3.50%	-4.36%	-5.22%	-3.94%	-3.17%
Perf 3 Month	-9.65%	-8.61%	-9.17%	-8.16%	-6.47%	-8.12%	-12.58%	-11.01%
Perf YTD	6.38%	9.23%	7.05%	6.36%	9.58%	-3.15%	-4.31%	-7.73%

End of October	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-10.76%	-8.29%	7.32%	-1.93%	-0.02%	-1.53%	-0.42%	0.50%
Perf 3 Month	-0.95%	2.16%	0.96%	-8.16%	3.99%	-2.46%	-1.55%	-0.42%
Perf YTD	0.95%	1.75%	8.76%	-3.12%	1.23%	-12.47%	1.73%	2.78%

End of October	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-10.76%	-8.29%	7.32%	-1.93%	-0.02%	-1.53%	-0.42%	0.50%
Perf 3 Month	-0.95%	2.16%	0.96%	-8.16%	3.99%	-2.46%	-1.55%	-0.42%
Perf YTD	0.95%	1.75%	8.76%	-3.12%	1.23%	-12.47%	1.73%	2.78%

A pesar de un conflicto entre Ucrania y Rusia que se está empantanando y en el que no vemos un desenlace a corto plazo, y de que no podemos descartar una intervención militar china en suelo taiwanés, los inversores pueden haber tenido la impresión de que el contexto geopolítico estaba en calma desde hacía algún tiempo. De hecho, con la excepción de los precios de los combustibles fósiles, que siguen viéndose afectados por las sanciones impuestas a Rusia, la mayoría de los activos financieros tenían cada vez menos en cuenta la geopolítica. Incluso Israel debió pensar que la situación con sus vecinos estaba "bajo control". Pero el 7 de octubre, el grupo armado Hamás recordó al mundo que la paz era relativa. Benyamin Netanyahu, el Primer Ministro israelí, lo anunció alto y claro. Israel ha decidido aniquilar a Hamás y "limpiar la región" de todos los grupos terroristas que puedan dañar la seguridad del país. Si el conflicto no se extiende más allá de la Franja de Gaza, las consecuencias para los mercados bursátiles deberían ser limitadas. Pero el riesgo de escalada existe. Aunque todavía no se han encontrado pruebas de la implicación directa de Irán, este país sigue siendo el "principal sospechoso" de haber prestado ayuda a Hamás para orquestar la masacre. Funcionarios iraníes han afirmado que la región podría descontrolarse si continúan los ataques contra Gaza. Si Hezbolá entra en guerra, Líbano podría ser el primer país en verse arrastrado al conflicto. Suponiendo que Irán apoye a Hezbolá, todas las apuestas están echadas y la situación podría llegar a ser catastrófica, con importantes interrupciones del suministro energético y de la disponibilidad de líneas de abastecimiento en la región. El estrecho de Ormuz es la zona de tránsito internacional de hidrocarburos más importante, con un flujo diario de petróleo estimado en 21 millones de barriles, equivalente al 21% del consumo mundial de productos petrolíferos. Un cierre de este estrecho por parte de Irán podría tener graves consecuencias. No es el escenario más probable, pero la probabilidad dista mucho de ser despreciable.

Chart 1 The Israel-Hamas War Has Already Escalated, Will It Spin Out of Control?



* Scenarios 2A and 2B shown as a percentage of the total 100% probability for all 3 scenarios. A major war escalation (Scenario 2) would have a 2-out-of-3 chances of becoming an Israel-Iran direct war (2B)

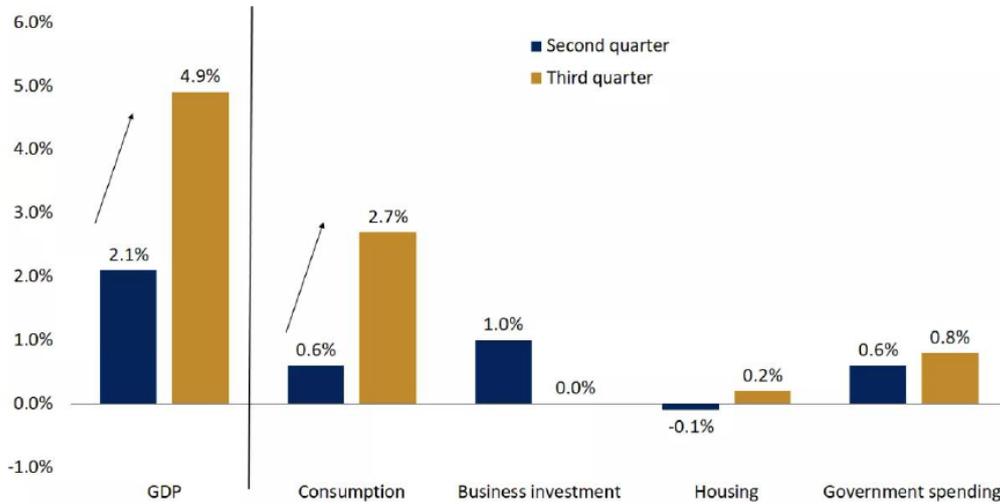
Fuente : Alpine Macro

No hay muchas novedades de los bancos centrales. Los dos principales bancos centrales (FED y BCE) mantuvieron sus tipos sin cambios en el 5,50% y el 4% respectivamente, como se esperaba. A diferencia de la FED, que ya había puesto en pausa su ciclo de subidas de tipos en su reunión de septiembre, el BCE no movió su tipo clave por primera vez tras 10 subidas consecutivas, es decir, desde julio de 2022. La retórica sigue siendo la misma: "los tipos se mantendrán altos mientras sea necesario", y por parte del Tío Sam, una última subida de tipos de aquí a finales de año no es descartable, aunque la mayoría de los actores no crean realmente en ella. El consenso es que la primera bajada de tipos en Estados Unidos se producirá a mediados de 2024. Por supuesto, estas previsiones se irán afinando con el tiempo en función de las futuras estadísticas económicas. Aunque de forma gradual, se observa una ralentización de varios indicadores de la actividad económica, tanto en Europa como en Estados Unidos. El ahorro acumulado durante los confinamientos ha vuelto a los niveles anteriores a la crisis de los covid, lo que debería frenar el gasto de los consumidores, sobre todo si añadimos que los tipos hipotecarios y de las tarjetas de crédito están en su nivel más alto desde hace más de 20 años. Esto debería provocar una desaceleración económica o incluso una leve recesión en algunas partes del mundo en 2024. El consenso sigue siendo favorable al escenario de "aterrizaje suave". Sin embargo, la primera estimación del crecimiento económico de Estados Unidos para el 3er trimestre (3^{er} trimestre) no lo confirma. De hecho, se publicó en un 4,9%, el crecimiento más fuerte desde el 4^{er} trimestre de 2021, que se benefició de un efecto de base post-confinamiento. Los principales contribuyentes fueron el consumo personal, el gasto público y un efecto positivo de las existencias. Según las previsiones, mientras que el efecto de los inventarios es "mecánico" y debería contribuir negativamente en el próximo trimestre, tanto el consumo privado como el gasto público deberían debilitarse en los próximos meses.



U.S. consumers power strong growth in the face of Fed tightening

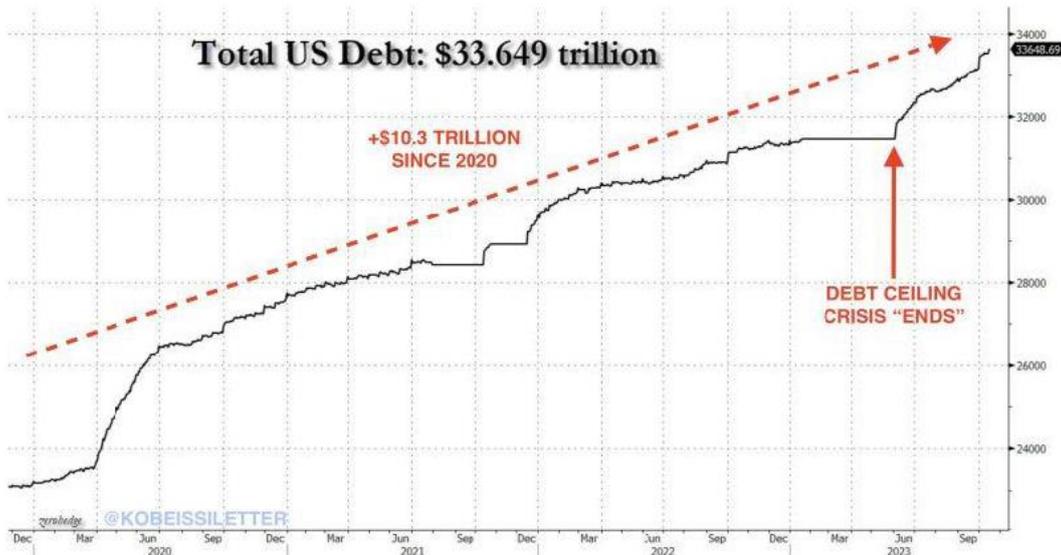
Contributions to Q3 GDP growth



Source: FactSet, Edward Jones.

La política fiscal estadounidense ha seguido siendo generosa desde Covid. Dado el aumento de la deuda en los últimos tres años y los acalorados debates sobre el presupuesto en el Parlamento, cabe imaginar que la contribución del gasto público al crecimiento del PIB se desvanecerá el año que viene. Por fin se ha nombrado un nuevo portavoz en la Cámara de Representantes, pero esto no garantiza que pueda evitarse un cierre tras la fecha límite del 17 de noviembre.

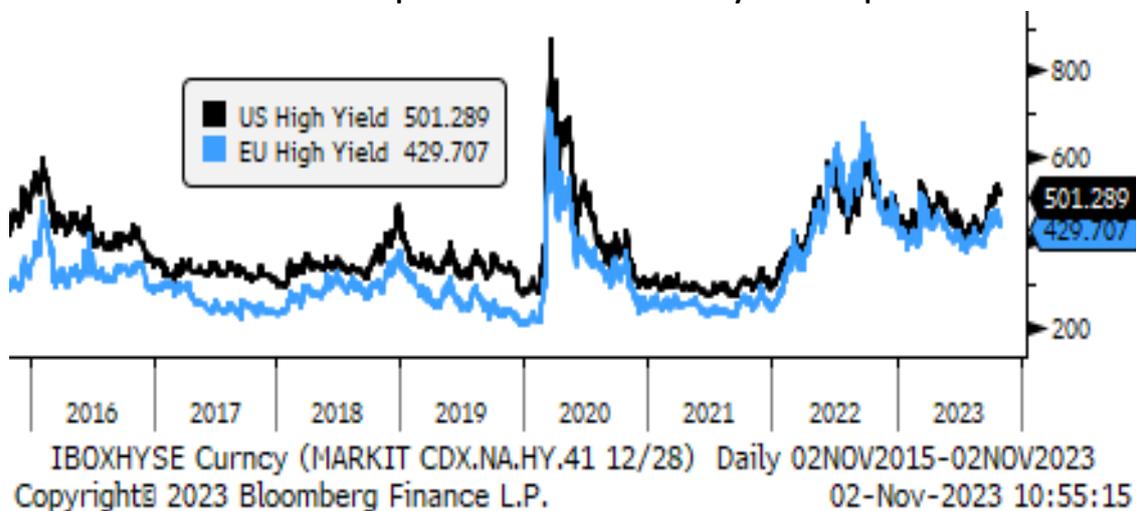
No olvidemos, sin embargo, que 2024 será año electoral en Estados Unidos, y la presión del Partido Demócrata podría intensificarse para que el Gobierno mantenga su nivel de apoyo a la economía, de modo que los estadounidenses se sientan cómodos reeligiendo al presidente en funciones.



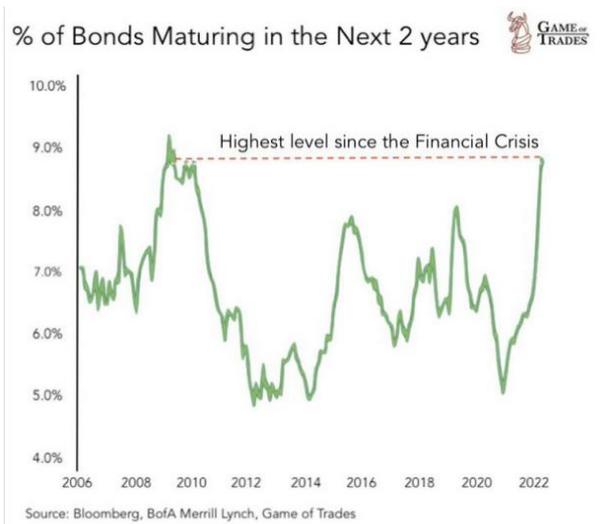


Con los tipos de interés en el mundo occidental en su nivel más alto desde 2007, la deuda corporativa podría convertirse en un problema. Como a muchos inversores, nos sorprendió la estabilidad de los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública y los bonos corporativos de alto rendimiento. En este caso, no estamos hablando de empresas como Microsoft, que se benefician de las subidas de tipos porque sus toneladas de efectivo generan más ingresos de lo que les cuesta su deuda (bloqueada a 3 años o más), sino de empresas con un alto grado de apalancamiento en su balance. En fases anteriores de subida de los tipos de interés, los diferenciales de crédito han tendido a ampliarse. Es lógico que durante los periodos en los que aumenta el coste de la deuda empresarial, los inversores exijan mayores rendimientos a las empresas con balances más arriesgados. Sin embargo, desde el inicio del ciclo de subidas de tipos, estos diferenciales de rendimiento se han mantenido relativamente estables.

Diferencial de rendimiento entre las empresas de alto rendimiento y la deuda pública

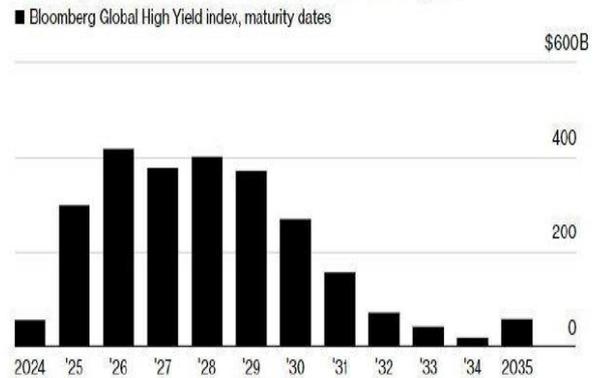


La respuesta reside probablemente en los vencimientos de estas deudas. Parece que entre 2022 y 2023, pocas empresas han necesitado refinanciar sus pasivos de balance, lo que ha hecho que no se hayan visto afectadas por las subidas de tipos hasta ahora. Sin embargo, en los próximos 4 años será necesario refinanciar un gran inventario de deuda. Esto podría causar tensiones en algunas empresas que están sintiendo de lleno la desaceleración económica, como los sectores cíclicos. Las empresas inmobiliarias, que tienen, como su nombre indica, activos ilíquidos, también podrían tener dificultades de refinanciación. Esto podría dar lugar a ampliaciones de capital para algunas empresas y a quiebras para otras. No es imposible que esto repercuta en los bancos comerciales, que también ofrecen líneas de crédito a las PYME. Un aumento de los impagos podría lastrar sus balances y reducir su liquidez a niveles críticos, como ocurrió esta primavera en Estados Unidos. La era del dinero fácil ha llegado a su fin, y parece que ha llegado el momento de pagar, especialmente para aquellas empresas que han "abusado" de este acceso excepcionalmente fácil a la liquidez durante los últimos 10 años. Lejos de nosotros pintar el diablo en la pared: la mayoría de las empresas no tendrán problemas para refinanciarse y disponen de balances sólidos. Aun así, es más importante que nunca ser selectivo a la hora de elegir deudores para el componente de renta fija de una cartera.



High Yield Companies Face Looming Maturity Wall

Global high-yield firms will need to refinance debt coming due



Source: Bloomberg

Hay que reconocer que las perspectivas no son del todo halagüeñas. La economía mundial está probablemente en la cúspide de un ciclo de desaceleración. Es poco probable que sea demasiado profunda ("aterrizaje suave"), pero podría crear desequilibrios en determinados segmentos, provocando tensiones y, por tanto, volatilidad en las clases de activos. Con los tipos de interés en su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, creemos que es prudente ser cauteloso con el riesgo de crédito y empezar a aumentar gradualmente la duración de la cartera de bonos, dado que los bancos centrales deberían empezar a adoptar políticas monetarias menos restrictivas en la primera mitad de 2024. Evidentemente, una mayor aceleración de la inflación socavaría este escenario, pero no es el que favorecemos por el momento, a menos que el conflicto en Oriente Medio se extienda y, por tanto, repercuta en el suministro de petróleo, lo que podría impulsar el precio del oro negro por encima de los 100 dólares por barril. El déficit presupuestario y los niveles de endeudamiento de EE.UU. también pueden ser motivo de preocupación, aunque la FED dispone de medios para abortar cualquier crisis imprimiendo dinero... pero ¿sería ésta realmente la solución adecuada?

Este entorno debería ofrecer algunas oportunidades interesantes en los próximos meses. No olvidemos que, a excepción de los gigantes tecnológicos, hay bastantes empresas que cotizan a múltiplos de valoración bajos y atractivos. Como subrayamos a menudo, la innovación debería contribuir a revitalizar el ciclo económico y volver rápidamente al crecimiento. En periodos de menor visibilidad, como los que estamos viviendo actualmente, tendemos a favorecer las estrategias de inversión relacionadas con la decoración. Quedamos a su disposición para más detalles sobre estos aspectos y les deseamos un buen mes de noviembre.

THE IMPACT OF GEOPOLITICS ON MARKETS TENDS TO BE SHORT-LIVED

**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.