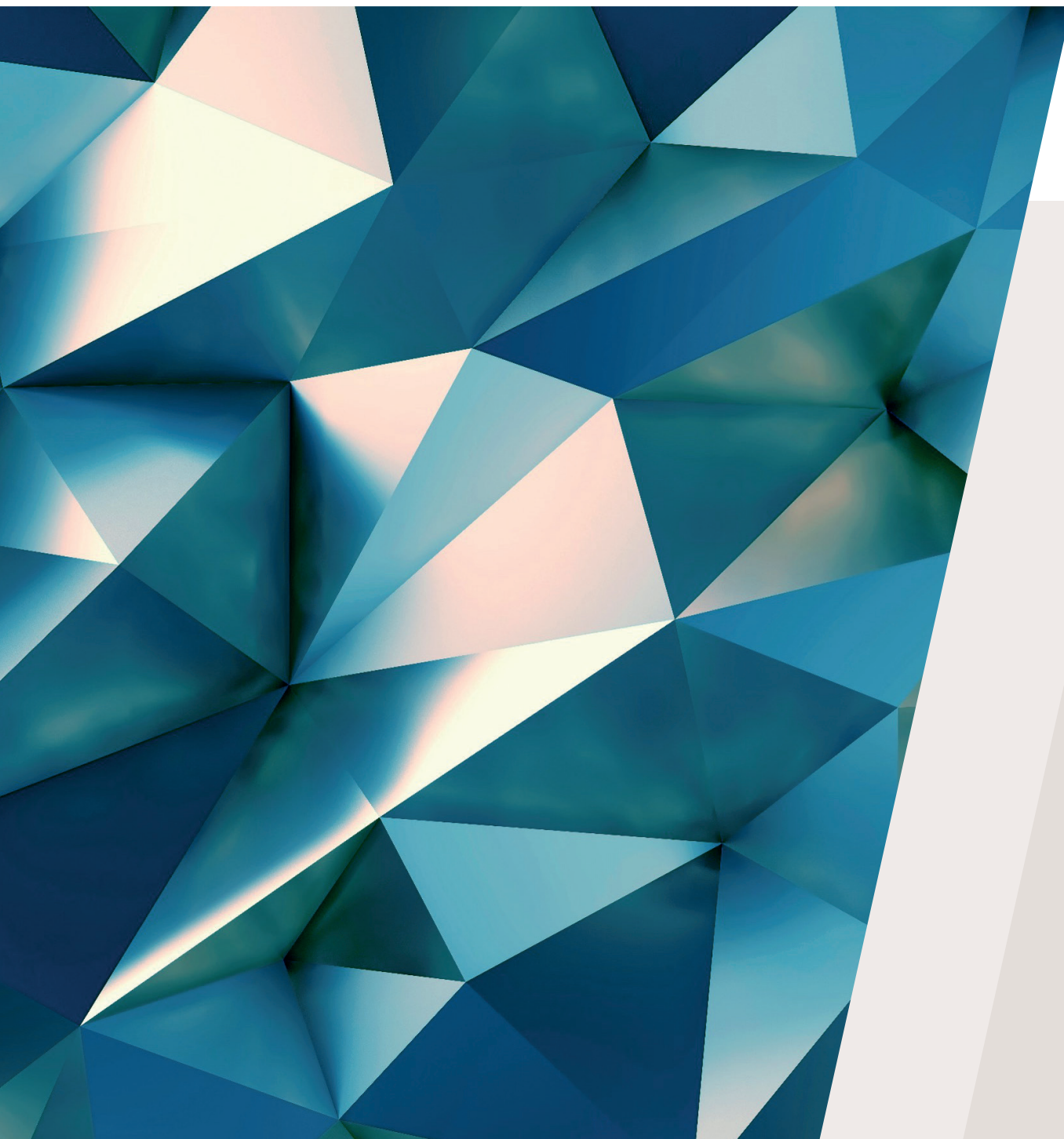




FEBRERO / MARZO 2023

Asignación de activos Mosaïque

Nuestra opinion actual



Dr. Carlos Mejia
CIO, Rothschild & Co
Bank AG

ASPECTOS FUNDAMENTALES

- La tendencia de la inflación se está invirtiendo y los tipos de interés parecen estar cerca de sus máximos;
- Creemos que los riesgos cíclicos de crecimiento podrían estar moderándose;
- En consecuencia, los vientos en contra para las carteras desde el punto de vista táctico están amainando y esperamos oportunidades para incrementar la renta variable.

Los riesgos cíclicos con los que tuvieron que lidiar los mercados en 2022 podrían estar desvaneciéndose, pese a que los riesgos geopolíticos siguen siendo elevados (Ucrania e incremento de las tensiones entre China y Estados Unidos con respecto a Taiwán).

Lo que es más importante, el riesgo de inflación parece haber tocado techo y, con él, el riesgo de tipos de interés. La inflación general se ha reducido a ambos lados del Atlántico. En Europa, en particular, un descenso del 80% en el coste al por mayor del gas natural indica que esta tendencia se intensificará a lo largo del año.

Las tasas de la inflación subyacente parecen más persistentes y, sin duda, no han alcanzado aún su nivel máximo en Europa, aunque los salarios no están subiendo como podrían haberlo hecho -pese a los conflictos laborales- y también parece probable que las tasas de la inflación subyacente se vayan moderando gradualmente.

Entretanto, los mercados monetarios prevén que los tipos oficiales recuperen sus niveles “normales” la próxima primavera (pese a que los balances de los bancos centrales aún no lo hayan hecho). El crecimiento de la demanda agregada se ha moderado y las limitaciones de la oferta también han disminuido ligeramente.

La ralentización del crecimiento aún no parece grave. Sigue existiendo la posibilidad de que se registre una recesión técnica en 2023, pero todavía son escasos los indicios de que se produzca una desaceleración más pronunciada, pese a las predicciones generalizadas en sentido contrario. Seguimos pensando que una desaceleración de ese tipo no es necesaria ni tampoco probable.

Las mayores amenazas objetivas para el crecimiento han sido el empeoramiento de las condiciones comerciales en las economías desarrolladas, generado por el desmedido aumento de los costes de las materias primas, y la repercusión de esta normalización tardía de los tipos de interés nominales. La política de covid cero de China también ha supuesto un escollo importante en las economías emergentes.

Dos de estas amenazas prácticamente se han desvanecido. El mencionado descenso de los precios del gas natural en Europa ha cancelado y revertido parcialmente el impacto sufrido por las condiciones comerciales y China ha levantado también una gran parte de las restricciones por la covid. Todavía hay que esperar a ver qué repercusión tendrán las subidas de los tipos de interés, pero los tipos reales no son altos y la normalización de los tipos nominales podría no ser tan pronunciada.

Mientras tanto, las valoraciones de mercado han sido razonables. Para empezar, el precio de las acciones no ha sido extraordinariamente alto y las recientes valoraciones ajustadas al ciclo han estado en consonancia con las tendencias a largo plazo. Los precios de los bonos han sido escandalosamente elevados y los grandes mercados europeos de deuda pública no han alcanzado aún niveles que nos parezcan atractivos (el valor parece mejor en el mercado estadounidense). No obstante, pese a que los bonos todavía no ofrecen una “rentabilidad sin riesgo” de manual, al menos ya no parecen constituir un “riesgo sin rentabilidad”.



Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist

CONCLUSIÓN EN MATERIA DE INVERSIONES

Todavía no hemos dejado atrás este ciclo, ya que los tipos de interés podrían no empezar a bajar tan pronto como creen los mercados monetarios y las previsiones de beneficios empresariales para 2023 podrían ser aún demasiado elevadas. Aún no estamos preparados para incrementar significativamente las posiciones en renta variable y, en los segmentos de renta fija de las carteras estadounidenses, estamos teniendo en mayor consideración la calidad y no al contrario (como ya se ha señalado, las valoraciones de la deuda pública de Estados Unidos han sido mejores que las de Europa). Sin embargo, vamos a cambiar la disposición de nuestras ponderaciones en renta variable, alejándonos de las posiciones defensivas y centrándonos en las fluctuaciones cíclicas tanto de las regiones como de los sectores.

En términos netos, esto supone una reducción de las posiciones activas. Sin embargo, puesto que estamos en a las puertas de un nuevo ciclo, con la consiguiente nueva dirección que podría adoptar, este enfoque parece ser el adecuado.



Resumen de la asignación de activos

Conforme se incrementan los tipos de interés a niveles máximos y las encuestas empresariales mundiales parecen estar tocando fondo, nos mantenemos neutrales en acciones y nos inclinamos más hacia la exposición cíclica, alejándonos de las posiciones defensivas. Seguimos ajustando las posiciones en renta fija estadounidense en respuesta a la mejora, a nuestro juicio, de las valoraciones relativas de los títulos del Tesoro.

Renta fija. No parece que las rentabilidades de los bonos europeos vayan a ofrecer rendimientos superiores a la inflación a largo plazo y el BCE puede estar aún muy lejos de fijar niveles de tipos máximos. En las carteras europeas, nos mantenemos infraponderados en renta fija y en duración, con una preferencia por el segmento especulativo (*high yield*).

En las carteras estadounidenses, en las que mantenemos una posición neutral en esta clase de activos y en duración, ahora nos hemos situado también en una posición neutral en calidad crediticia, tras haber cerrado una infraponderación mantenida desde hace tiempo en bonos de la máxima calidad.

Renta variable. Vamos a cerrar una sobreponderación mantenida desde hace tiempo en Estados Unidos y también una infraponderación en Europa continental (excepto Suiza). En una economía mundial cada vez más estable, el mejor movimiento es apostar por Europa, y la relativa falta de acciones de “crecimiento” podría no tener tanta importancia durante el próximo ciclo. Nuestra posición neutral en las dos grandes regiones nos sitúa en buena posición para vigilar el tira y afloja entre ambas y ver qué dirección siguen.

Vamos a restablecer una posición sobreponderada en los países emergentes de Asia. Estamos realizando ligeras correcciones, porque acabamos de cerrar esta posición recientemente, a niveles de mercado inferiores. Sin embargo, la situación ha cambiado. La perspectiva cíclica de China ha mejorado sustancialmente con el inesperado abandono de su política de covid cero y el Gobierno también está apuntando de forma imprevista a una mayor tolerancia con sectores previamente penalizados. La contrapartida es una posición infraponderada renovada en el mercado suizo defensivo.

En las carteras europeas, cerramos una infraponderación en valores financieros y reducimos una sobreponderación en atención sanitaria (defensiva). Las perspectivas sectoriales de Europa y los Estados Unidos no están totalmente alineadas.

Divisas. Las subidas de tipos por parte de la Fed prácticamente han llegado a su fin, y la economía mundial y la tolerancia al riesgo podrían estar estabilizándose, todo lo cual apunta a un debilitamiento del dólar. Además, el precio de la moneda estadounidense parece elevado. Deberíamos observar una baja convicción en materia de divisas. No obstante, prevemos un fortalecimiento del euro gracias a la posible rentabilidad generada por ese giro regional en las posiciones en renta variable.



Asignación de activos

LEYENDA	-	Neutral	+
Sobreponderación			
Indice de referencia			
Infraponderación			
Recent change			

		-	Neutral	+
RESUMEN ASSET ALLOCATION	EE. UU.	Mercado monetario		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
	Europa	Mercado monetario		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
	Suiza	Mercado monetario		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
RENTA FIJA	EE. UU.	Duración		
		Calificación alta		
		GI, calificación baja		
		Alta rentabilidad		
	Europa	Duración		
		Calificación alta		
		GI, calificación baja		
		Alta rentabilidad		
	Suiza	Duración		
		Calificación alta		
		GI, calificación baja		
		Alta rentabilidad		

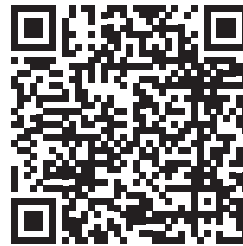
	-	Neutral	+
Regiones	Norteamérica		
	Zona euro		
	Reino Unido		
	Suiza		
	Japón		
	Pacífico, exc. Japón		
	ME, exc. Asia		
	ME, Asia		
RENTA VARIABLE	Sectores (EE. UU.)	Energía	
		Materiales	
		Industria	
		Suministros	
		Consumo discrecional	
		Consumo básico	
		Comunicaciones	
		Atención sanitaria	
		Tecnología	
		Finanzas	
		Sector inmobiliario	
Sectores (Europa)	Sectores (Europa)	Energía	
		Materiales	
		Industria	
		Suministros	
		Consumo discrecional	
		Consumo básico	
		Comunicaciones	
		Atención sanitaria	
		Tecnología	
		Finanzas	
		Sector inmobiliario	
DIVISAS	Monedas	USD	
		EUR	
		GBP	
		CHF	

Wealth Insights

Nuestras Visiones de inversión se basan en diversidad de publicaciones y *podcasts* oportunos y exhaustivos.

Si desea obtener más información sobre nuestras Visiones de inversión, visite la página de nuestras Visiones patrimoniales, en

www.rothschildandco.com/insights



Este documento lo ha elaborado Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, con fines meramente informativos y comerciales. No constituye recomendación, asesoramiento, oferta o invitación personal para comprar o vender valores o cualquier otro producto bancario o de inversión. Ningún aspecto incluido en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal. Aunque la información y los datos que aquí se incluyen proceden de fuentes que se consideran fiables, no se ofrecen ni se ofrecerán garantías, ni expresas ni implícitas, y, salvo en caso de fraude, Rothschild & Co Bank AG declina toda responsabilidad por la imparcialidad, la precisión o la integridad de este documento o de la información en la que este se basa, así como toda responsabilidad por el hecho de que cualquier persona base sus actuaciones en este documento.

En concreto, no se garantiza que se vayan a materializar cualesquiera proyecciones, objetivos, estimaciones o previsiones que se incluyan en este documento ni que sean razonables. Asimismo, todos los datos y las opiniones que se emplean en este documento pueden cambiar sin previo aviso. La legislación y demás regulación podrían restringir la distribución de este documento en determinadas jurisdicciones. Por consiguiente, los destinatarios de este documento deberán informarse sobre todas las obligaciones legislativas y reglamentarias aplicables, y cumplirlas. Este documento no podrá enviarse a Estados Unidos, introducirse en ese país ni distribuirse en Estados Unidos o a personas estadounidenses, ni siquiera copias de él. Rothschild & Co Bank AG está autorizada y regulada por la FINMA, la Autoridad suiza de supervisión de los mercados financieros.