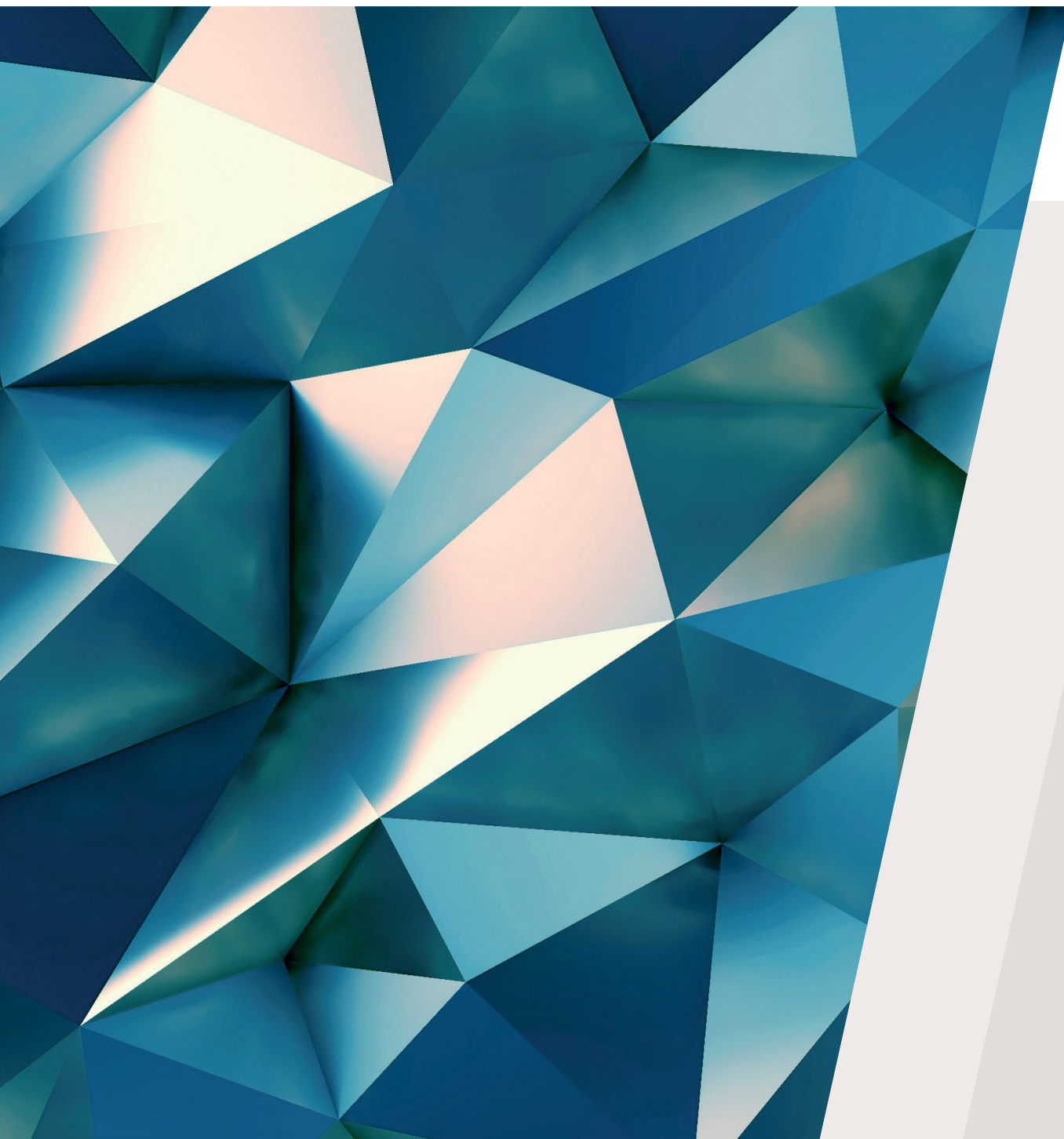




MAYO 2023

Asignación de activos Mosaïque

Nuestra opinion actual



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer



Kevin Gardiner
Global Investment Strategist

ASPECTOS FUNDAMENTALES

- Las tensiones del sector bancario se disipan pero el riesgo de contagio sigue siendo el factor adverso más acuciante desde el punto de vista táctico
- El crecimiento se mantiene y también la tendencia desinflacionaria en términos generales, aunque de forma irregular
- Perspectiva de inversión: la tolerancia global al riesgo no ha cambiado y las carteras de Mosaïque presentan una liquidez relativa

Los riesgos cíclicos con los que habían tenido que lidiar los mercados en 2022 habían ido desvaneciéndose, pese a que los riesgos geopolíticos siguieron siendo elevados (Ucrania e incremento de las tensiones entre China y Estados Unidos con respecto a Taiwán). Se produjo una moderación lenta e irregular de la inflación y el crecimiento económico parecía resistir.

Sin embargo, en el mes de marzo, la caída del Silicon Valley Bank ("SVB") en Estados Unidos, el rescate de Credit Suisse en Suiza y nuevos temores a un posible contagio generalizado revivieron las preocupaciones por el sector bancario. Estas preocupaciones se atenuaron ligeramente en abril, pero siguieron siendo elevadas. En consecuencia, el enfoque cíclico principal ha vuelto a trasladarse al crecimiento y los ingresos empresariales, dejando en cierto modo de lado el riesgo de tipos de interés y la inflación.

No creemos que haya una nueva crisis bancaria en ciernes que vaya a afectar a todo el sector. Las entidades bancarias afectadas hasta la fecha han puesto de manifiesto un riesgo verdaderamente idiosincrático; en general, la dotación de capital de los bancos parece adecuada (y en comparación con la situación de 2007/2008, sin duda lo es); la calidad de los activos es superior; y las autoridades han demostrado estar dispuestas a actuar de forma decisiva y ágil.

Una crisis de este tipo generaría una situación de gran deflación, lo que eliminaría la necesidad de seguir subiendo los tipos de interés, por lo tanto los nuevos precios más optimistas de los mercados monetarios tienen su lógica. Sin embargo, si la crisis no llega a producirse y los riesgos sistémicos

decaen una vez más, podríamos observar un repunte de los tipos de interés implícitos –y, con ellos, de las rentabilidades de la renta fija –, aunque es posible que no alcancen los niveles previstos antes de la caída del SVB. La mera amenaza de contagio en el sector bancario, así como el posible endurecimiento de las condiciones crediticias que ahora se acelerará, contribuye a la reducción del riesgo de inflación.

Mientras tanto, las condiciones comerciales de las economías desarrolladas siguen mejorando, al haber caído los costes de la energía –en particular los precios del gas natural– y la reapertura de China también supone un estímulo para el crecimiento. No obstante, si se evita una convulsión monetaria (que es lo que ocurrirá a nuestro juicio), las perspectivas económicas para el resto del año podrían no haberse deteriorado de forma significativa.

Las valoraciones de las acciones siguen siendo insustanciales: las relaciones precio/beneficio ajustadas al ciclo son parejas a la tendencia. Sin embargo, los precios de los bonos se han visto disparados por una nueva huida a puerto seguro provocada por las tensiones en el sector bancario y, en Europa en particular, parecen ligeramente elevados

CONCLUSIÓN EN MATERIA DE INVERSIONES

Es evidente que todavía no hemos dejado atrás este ciclo. Hasta el mes de marzo, no aumentamos la inversión en acciones debido a los tipos de interés, pero ahora que la percepción de riesgo bancario se ha intensificado, han vuelto a acumularse nubarrones sobre los ingresos y la rentabilidad empresariales después de que, durante un tiempo, pareciesen haber experimentado una mejora. En tales circunstancias, los descensos de los tipos de interés que reflejan actualmente los precios de los mercados monetarios ofrecen una compensación tan solo parcial. Nuestras posiciones en renta variable siguen siendo neutrales y nuestras posiciones regionales y sectoriales se mantienen sin cambios.

Tampoco nos decantamos por incrementar la inversión en los mercados de renta fija: si no nos equivocamos, es posible que esta reciente huida a puerto seguro no dure. En las carteras europeas, no se alcanzaron en ningún momento valoraciones a las que estaríamos dispuestos a cerrar las posiciones infraponderadas en bonos que hemos mantenido durante mucho tiempo, ni estamos dispuestos a hacerlo aún a estos precios más altos.

Una vez más, esto nos ha llevado a tener relativamente pocas posiciones activas, si las comparamos con los niveles de los últimos años. No obstante, creemos que es lo adecuado, puesto que estamos a punto de iniciar un nuevo ciclo, que podría retrasarse por este episodio de tensiones bancarias.



Resumen de la asignación de activos

A principios de 2022, redujimos nuestras posiciones en renta variable a neutrales, de dos maneras, sobreponderando las posiciones en liquidez y manteniendo una doble infraponderación en bonos. Más avanzado el año, utilizamos parte de la liquidez para reducir la infraponderación en bonos y en las carteras estadounidenses, cerramos dicha posición por completo.

Puesto que los tipos de interés se aproximaron a sus niveles máximos y los datos de las encuestas empresariales mundiales parecían estar tocando fondo, nos mantuvimos neutrales en acciones. Sin embargo, al terminar enero, nos inclinamos más por una exposición cíclica y nos alejamos de los valores defensivos. También seguimos ajustando las posiciones en renta fija estadounidense como reacción a lo que consideramos una mejora de las valoraciones relativas de los títulos del Tesoro.

Renta fija. Antes de la caída del SVB, las rentabilidades de los bonos europeos no habían recuperado aún los niveles que consideramos ofrecen rendimientos superiores a la inflación a largo plazo y el Banco Central Europeo parecía estar todavía muy lejos de fijar niveles de tipos máximos. Los acontecimientos que han tenido lugar posteriormente no nos han hecho cambiar de opinión, por lo que seguimos infraponderando la renta fija y la duración en las carteras europeas, con una preferencia permanente por el segmento especulativo (high yield) (pese a que se haya intensificado la percepción de riesgo bancario).

En las carteras estadounidenses, mantenemos una posición neutral en esta clase de activos y en duración y, más recientemente también en calidad crediticia, tras haber cerrado una infraponderación mantenida desde hace tiempo en bonos de la máxima calidad a finales de enero.

Renta variable. Al terminar enero, también cerramos una sobreponderación mantenida desde hace tiempo en los Estados Unidos y una infraponderación en Europa continental (excepto Suiza). En una economía mundial cada vez más estable -una situación que seguirá siendo predominante según nuestras previsiones-, 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 la tira y afloja entre ambas y ver qué dirección siguen.

También restablecimos una posición sobreponderada en los países emergentes de Asia –corregida ligeramente, puesto que habíamos cerrado esta posición de manera relativamente reciente, a niveles de mercado inferiores-. Sin embargo, la situación ha cambiado. La perspectiva cíclica de China mejoró sustancialmente con el inesperado abandono de su política de covid cero, y ha seguido haciéndolo. Esta opinión no ha cambiado por los temores registrados en el sector bancario. La contrapartida era una nueva posición infraponderada en el mercado suizo defensivo, que posteriormente ha obtenido una rentabilidad inferior, pero no por este motivo.

En las carteras europeas, también cerramos una infraponderación en valores financieros a finales de enero y redujimos una sobreponderación en atención sanitaria (defensiva). Nuestras perspectivas sectoriales en Europa y Estados Unidos se han alineado por completo desde entonces y todavía no se han visto afectadas por los problemas de los bancos.

Divisas. Pese a beneficiarse, junto con los bonos, de una cierta reactivación de su atractivo como puerto seguro, seguimos considerando que los fundamentos del dólar siguen siendo menos sólidos últimamente. Parece que las subidas de tipos por parte de la Fed prácticamente han alcanzado su máximo, 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 final generada por ese giro regional en las posiciones en renta variable.

Asignación de activos

LEYENDA	-	Neutral	+
Sobreponderación			
Indice de referencia			
Infraponderación			
Cambios recientes			

		-	Neutral	+
RESUMEN	EE. UU.	Mercado monetario		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
	Europa	Mercado monetario		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
	Suiza	Mercado monet.		
		Renta variable		
		Renta fija		
RENTA FIJA	EE. UU.	Duración		
		Calificación alta		
		Gl. calif. baja		
		Alta rentabilidad		
	Europa	Duración		
		Calificación alta		
		Gl. calif. baja		
		Alta rentabilidad		
	Suiza	Duración		
		Calificación alta		
		Gl. calif. baja		
		Alta rentabilidad		

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

Wealth Insights

Nuestras Wealth Insights se basan en la diversidad de publicaciones y podcasts oportunos y exhaustivos.

Si desea obtener más información visite la página de web 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.