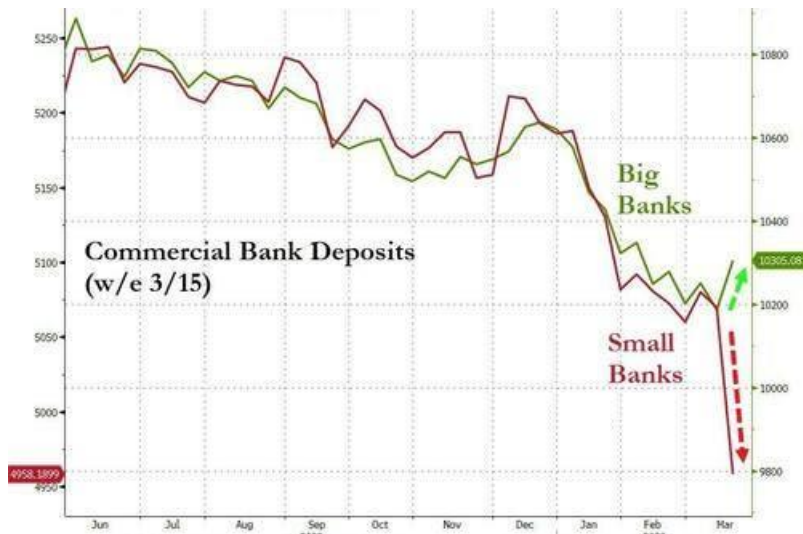


Presentación

El mes pasado comentábamos que estábamos aburridos de hablar de la inflación pero la quiebra del Silicon Valley Bank nos ha arrollado, poniendo patas arriba al sistema financiero mundial y dejando entrever los problemas generados por los Bancos Centrales tras las subidas tan agresivas de los tipos de interés. Repasamos como ha quedado el mapa económico actual y ponemos el foco en el Credit Suisse, banco europeo con más de 160 años de historia y que la reciente crisis se ha llevado por delante.

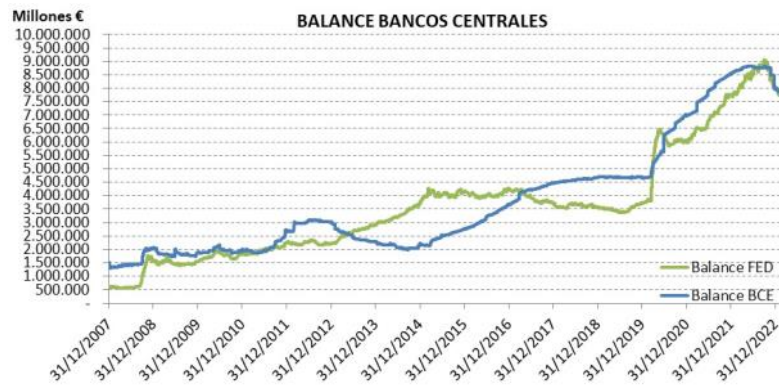
Evolución de mercado

Desde hace años se venía poniendo en tela de juicio la decisión de los bancos centrales de poner dinero barato para prolongar un ciclo económico maduro, de más de 10 años, y la llegada de la pandemia truncó el inicio de la contracción de balance iniciada por la FED en 2019 "obligando" a generar una expansión de liquidez nunca vista para mantener la economía mundial y evitar el riesgo de colapso. Esto llevó a las entidades financieras a introducir en sus balances deuda de gobiernos a tipos de interés al 0% o prácticamente en negativo, generando una bomba de relojería que con la subida de tipos no ha tardado en explotar.

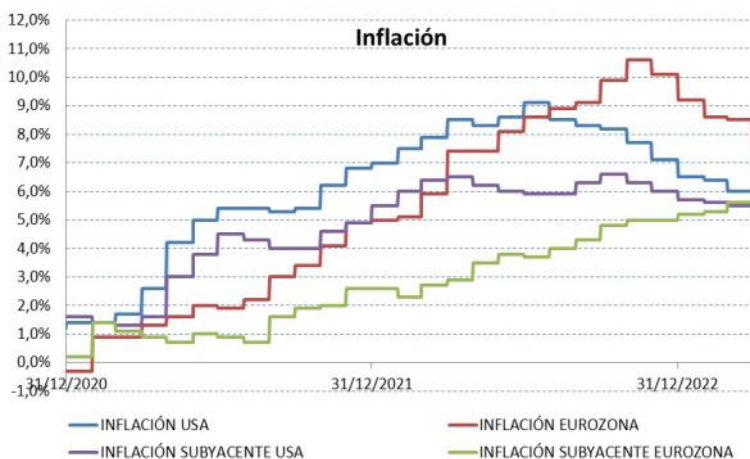


Los inversores, han empezado a demandar deuda de gobiernos, que empieza a pagar tipos de interés que, aunque no cubren la inflación, son mucho más atractivos que los depósitos bancarios, por lo que la salida de estos últimos ha sido brutal, especialmente de los bancos pequeños.

La quiebra del Silicon Valley Bank, fue la primera. Incapaz de hacer frente a la salida de depósitos, tuvo que vender bonos federales con elevadas pérdidas, recordamos que los habían comprado a "tipos 0", por lo que las pérdidas generadas superaban el 20%. La desconfianza se apoderó de los inversores, que huían de la banca pequeña para resguardarse en la gran banca y fondos monetarios, hasta que tuvieron que intervenir los bancos centrales para dotar de liquidez y garantizar los depósitos en su totalidad.



El contagio se traspasa rápidamente a Europa, donde vimos a toda la banca caer fuertemente y en donde se llevó por delante al Credit Suisse, entidad de la que hablaremos después. De un plumazo, parte de la liquidez retirada por los bancos centrales se reinyecta, deshaciendo el duro trabajo de los últimos meses. A pesar de ello, tanto FED como BCE subieron tipos en una estrategia de "sorber y soplar", es decir, liquidez ilimitada para garantizar la estabilidad financiera pero restricción del crédito para consumidores y empresas.



Con los meses, veremos el impacto de estas medidas en la inflación, cuyos datos en la tasa general parecen controlarse, más si cabe por el efecto base generado por la invasión de Ucrania en el precio de las materias primas y alimentos. En cambio, las tasas subyacentes siguen disparadas y en Europa parece que no hemos visto el pico, mientras que en Estados Unidos lleva más de un año en la horquilla del 5,5/6,5%. A este caldo de cultivo, se añade el recorte de la producción de la OPEP, cuyas implicaciones según los expertos es que veremos el petróleo en 100\$/barril, así que parece que la inflación seguirá con nosotros un tiempo.

1. CREDIT SUISSE, HISTORIA DE UNA MUERTE ANUNCIADA.



Los problemas de Credit Suisse ya venían desde la crisis financiera europea de 2012, pero el acuerdo sobre prevención de blanqueo de capitales entre la Unión Europea y Suiza acabó por darle la puntilla a la banca suiza en 2017. Desde entonces, muchas fortunas fueron saliendo del país y la reciente crisis de depósitos ha llevado a una fuga de capitales que el banco no ha podido soportar y UBS ha tenido que “quedarse” con la entidad ante el riesgo de peores consecuencias.

Pero la verdadera extensión de esta crisis ha venido por el tratamiento que se le ha dado a los “CoCos”, bonos contingentes convertibles, ya que el Banco Central de Suiza les ha llevado a perder todo su valor, cosa que no ha ocurrido con los accionistas. Europa se ha apresurado a decir que esto nunca ocurrirá en la Zona Euro y, aunque posiblemente los tenedores de estos bonos serán resarcidos en los juzgados, han provocado un terremoto en el sistema financiero, desconfianza en el activo y pérdidas para aquellos inversores que vendieron los bonos ante el riesgo de cambio de las reglas del juego.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

La huida a la seguridad y la flexibilización monetaria provocada por los bancos centrales ha permitido que marzo haya sido uno de los meses más rentable para la renta fija en los últimos años. El bono español cede 30 pb en el mes para acabar en el 3,30%, mientras que el alemán también cede, 36 pb, al 2,29%, lo que supone aumentar ligeramente la prima de riesgo, 6 pb hasta los 101 pb, mostrando la expectativa de que los tipos de interés puedan subir menos de lo esperado ante la expectativa de una recesión más profunda.

Por el lado corporativo, fuerte repunte del diferencial de crédito en la primera mitad de mes para el posterior retroceso. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, cotizó por encima de los 100 pb, para posteriormente iniciar un tramo a la baja y cerrar el mes en 84 pb.



Mercado	Índice	Rent. Marzo	Rent. 2023
Gobierno	Deposito 1 día	0,22%	0,56%
Gobierno	Deposito 1 año	0,40%	0,53%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,99%	0,75%
Gobierno	Europeo 3-5 años	1,73%	1,44%
Gobierno	Europeo 5-7 años	2,26%	2,25%
Gobierno	Español 1-3 años	1,04%	0,79%
Gobierno	Español 3-5 años	1,82%	1,41%
Gobierno	Español 5-7 años	2,30%	2,09%
Gobierno	Americano 3-5 años	2,45%	2,27%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,57%	0,82%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	0,80%	1,31%
Corporativo	ML Europeo	1,02%	1,57%
Corporativo	Americano 3-5 años	2,00%	2,50%
Corporativo	High Yield Europeo	-0,41%	2,89%
-	Emergentes	1,24%	2,15%

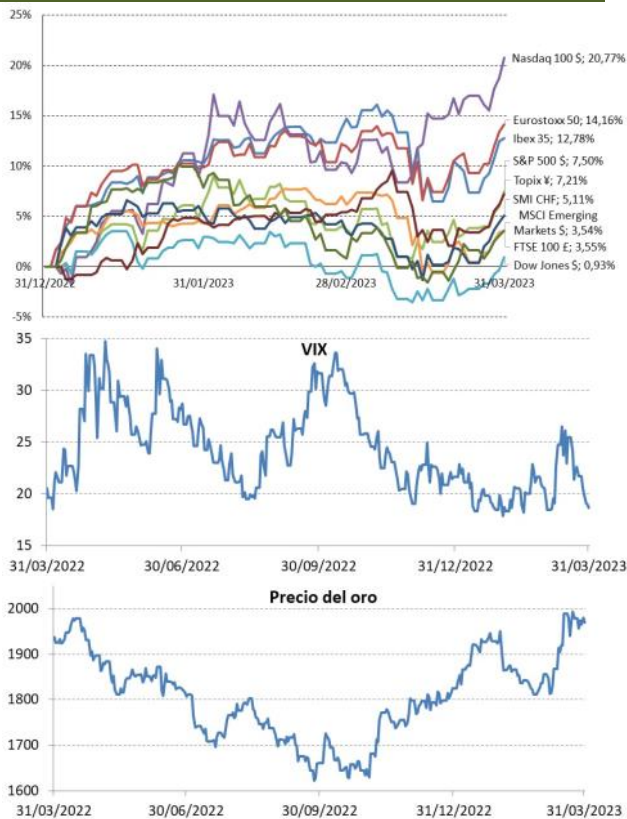
En esta situación, prácticamente todos los índices de renta fija en positivo, especialmente en los índices de mayor duración que se favorecen de la comentada caída de tipos de interés.

La deuda pública europea registra rentabilidades similares a la española en todos los plazos, con el 5 - 7 años subiendo un 2,26% y 2,30% en el mes respectivamente, mientras que a 1 - 3 años repuntan un 0,99% y 1,04% respectivamente. En el lado corporativo, también subidas aunque más contenidas, del 1,02% en el largo plazo y del 0,57% en el corto, acumulando buenos retornos en 2023. Los segmentos de más riesgo, como el high yield, el único en negativo en el mes y aun así es el mejor del año, con un 2,89%, con el emergente también muy bien, subiendo un 1,24% en el mes y un 2,15% en el año. Los índices americanos registran subidas superiores al 2% en el mes, recuperándose del mal dato del mes anterior que llevó a negativo al índice de gobiernos.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Marzo	Rent. 2023
España	Ibex 35	-1,67%	12,78%
Europa	Eurostoxx 50	1,95%	14,16%
EE.UU.	S&P 500	3,67%	7,50%
EE.UU.	Nasdaq 100	9,54%	20,77%
EE.UU.	Dow Jones	2,08%	0,93%
Reino Unido	FTSE 100	-2,47%	3,55%
Suiza	SMI	1,61%	5,11%
Japón	Topix	1,70%	7,21%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	2,73%	3,54%

*Rentabilidades con dividendos en todos los índices y en divisa local.



El mes de marzo, a pesar de la inestabilidad provocada por el Silicon Valley Bank en la renta variable, muy localizada en el sector bancario, siguió mostrando el traslado desde sectores “value” hacia sectores de crecimiento, lo que ha llevado de nuevo a la bolsa americana a recuperar parte del atractivo para los inversores perdido en los últimos meses de 2022.

En este entorno, el Ibex 35 es de las pocas bolsas que cierran el mes en negativo, penalizado por su mayor ponderación en banca, con una rentabilidad del -1,67% o el FTSE 100, con una caída del 2,47% ante la expectativa de recesión que provocó un descenso de las empresas de materias primas. En positivo, el Nasdaq 100 con una subida cercana al 10% o más por detrás el S&P’s 500, con una subida del 3,67%, ambos afectados por el resurgir tecnológico.

En el acumulado del año, todos en positivo, encabezados por una subida del 20% del tecnológico Nasdaq, mientras que por detrás la bolsa europea sigue muy fuerte, con el Eurostoxx e Ibex con subidas que rondan el 14% y 13% respectivamente. El resto con subidas bastante menores, destacando el Dow Jones, índice “clásico” americano con una amplia ponderación de sectores “value”.

El año, aunque no exento de fluctuaciones, está siendo muy alcista. La volatilidad se ha disparado en el mes de marzo, con el índice VIX por encima de la zona de 26 puntos, aunque a cierre de mes ya estaba por debajo de los 20 puntos. La inestabilidad financiera ha incrementado el apetito por los activos refugio y el oro vuelve a rozar los 2000\$/onza. A los problemas que se venían apuntando en los últimos meses, como la inflación, recesión o la guerra de Ucrania, se ha sumado un nuevo “cisne negro” como es el de la falta de liquidez de la banca. Por el momento, parece que los Bancos Centrales han conseguido parar el primer envite, aunque habrá que estar muy al tanto, no tengamos problemas en alguna otra entidad. El dinero, temeroso, sigue en deuda pública, fondos monetarios y grandes entidades financieras por lo que, será importante, seguir la pista al flujo de capitales para tratar de proteger las carteras.

4. MERCADOS DE DIVISAS

El movimiento en el mercado de divisas también ha sido importante, ya que las decisiones de los bancos centrales han ido encaminadas a devolver la estabilidad financiera más que a influir en el tipo de cambio. En el global de las divisas, hemos visto movimientos de ida y vuelta, aunque el dólar y el yuan muestran algo más de direccionalidad, depreciándose algo más frente al euro.



Div / Eur	Rent. Marzo	Rent. 2023
DÓLAR	-2,43%	-1,23%
LIBRA	0,04%	0,70%
YEN	0,09%	-2,48%
FRANCO SUIZO	0,43%	-0,22%
YUAN	-1,55%	-1,33%

Con ello, vemos al dólar depreciándose un 2,43% frente al euro, volviendo a niveles de 1,09\$/€ y al yuan con una depreciación 1,55%. El resto de divisas, se mantienen prácticamente sin cambios en el mes.

En el acumulado del año, movimientos en un estrecho rango, del 5%, aunque se observa cierta depreciación de todas las divisas con excepción de la libra y en el que el yen sería la divisa más bajista, con una depreciación cercana al 2,5% frente al euro.

Perfiles Modelo

La naturaleza de los fondos de pensiones obliga a que el análisis financiero relevante se realice a largo plazo, tratando de evitar caer en el cortoplacismo. Sin perjuicio de ello, se analizan tres perfiles de riesgo: defensivo, moderado y agresivo, que pueden representar, de forma agregada y bastante aproximada, la mayor parte de las actuales estrategias de inversión de los fondos de pensiones, sin que en ningún caso éstas representen una propuesta o recomendación de inversión.

		Defensivo	Moderado	Agresivo
Tesorería	Liquidez	5,0%	5,0%	5,0%
Renta fija	Gobierno Europeo 3-5Y	14,0%	12,0%	8,0%
	Gobierno Español 3-5Y	35,0%	20,0%	10,0%
	Gobierno Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	7,0%
	Corp. Euro 3-5Y	20,0%	18,0%	15,0%
	Corp. Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	5,0%
	High Yield Europeo	3,0%	5,0%	5,0%
	Emergentes	3,0%	5,0%	5,0%
Renta variable	España	1,5%	5,0%	5,0%
	Zona Euro	4,0%	10,0%	10,0%
	América	3,0%	7,0%	12,5%
	Japón	0,0%	0,0%	5,0%
	Emergentes	1,5%	3,0%	7,5%

Índice	Rentabilidad			Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Marzo	2023	
Defensivo	1,14%	1,41%	2,32%	4,84%
Moderado	2,40%	1,25%	3,73%	5,76%
Agresivo	3,84%	1,20%	4,22%	6,53%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Marzo vuelve a ser un mes alcista y cerramos el primer trimestre de 2023 con muy buenos datos, apoyado en la positiva rentabilidad de todos los activos, especialmente de la renta fija, que sorprende en buena medida tras el mal final de año 2022.

*Los índices incluyen rentabilidad por dividendo, divisa cubierta y unos gastos por comisión del 0,3%.



En este escenario, en el mes de marzo, el perfil defensivo es el más rentable, con una subida del 1,41%, seguido por el moderado, con un 1,25% y el agresivo, con una rentabilidad muy similar, justificado en el mejor comportamiento de la renta variable americana.

En el acumulado del año, los tres perfiles muy positivos como decíamos, con un perfil agresivo apreciándose un 4,22%, el moderado un 3,73% y el defensivo un 2,32%.

La volatilidad interanual, aunque todavía elevada, se reduce una vez eliminado el efecto del inicio de la invasión de Ucrania, situándose en la horquilla del 4,84% para el perfil defensivo y el 6,53% para el agresivo.



En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles es baja, entre el 1,14% y 3,84%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,7% anual. Estas rentabilidades, con los elevados niveles de inflación, dejan muy bajas las rentabilidades reales en las carteras de los tres perfiles, situándose incluso en negativo para el perfil más defensivo.

MADRID	BILBAO	BARCELONA
Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta	Lutxana, 6—4º dcha. D	Av. Diagonal, 361—1ª. 1ªA
28003 Madrid	48008 Bilbao	08037 Barcelona
Tel.: 91 451 67 00	Tel.: 94 415 90 68	Tel.: 93 272 06 17
cpps.mad@consultoradepensiones.com	cpps.bio@consultoradepensiones.com	cpps.bcn@consultoradepensiones.com

Aviso Legal

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por CPPS sobre su exactitud, integridad o corrección.

Los productos, opiniones, estimaciones o recomendaciones que se expresan en la presente declaración se refieren a la fecha que aparece en el mismo y por tanto, pueden verse afectados, con posterioridad a dicha fecha, por riesgos e incertidumbres que afecten a los productos y a la situación del mercado, pudiendo producirse un cambio en la situación de los mismos, sin que CPPS se obligue a revisar las opiniones, estimaciones o recomendaciones expresadas en este documento.