

Presentación

Este mes tenemos que volver a hablar de la banca, con la fuga de depósitos de los bancos regionales americanos, y de la inflación, que sigue creciendo aunque a menor ritmo que hace unos meses, con los bancos centrales dando prácticamente por finalizadas las subidas de tipos a la espera de ver como afecta a la economía la fuerte subida realizada en el último año y medio.

Además, como en cada trimestre, repasamos la evolución de los perfiles de inversión frente al global de los planes de empleo una vez publicadas las estadísticas de Inverco.

Evolución de mercado

La crisis de confianza en la banca regional americana sigue de manifiesto y, aunque en un primer momento, los Bancos Centrales consiguieron paliar su efecto con sus medidas de liquidez, la brecha se ha vuelto a abrir y amenaza con afectar a la practica totalidad de la banca americana de estas características, ya que la falta de confianza en ella es elevada.



El tamaño de las quiebras hasta el momento se aproxima a la de la crisis del 2008, aunque la sensación de miedo frente a entonces no es ni parecida. Los mecanismos de intervención con los que cuentan los Bancos Centrales son determinantes para ello, unido a que las causas que están provocando las caídas no son las mismas, ya que como decíamos el mes pasado, lo que tenemos ante nosotros es un problema de valoración entre activo y pasivo.

Tras un descanso de 2/3 semanas, las salidas de depósitos vuelven a ser importantes. El dinero es temeroso y aunque los Bancos Centrales dan liquidez prácticamente infinita a los bancos para atender a los depósitos, la alternativa de fondos monetarios es muy atractiva con la subida de tipos de interés, ya que implica mantener una tipología de activo



prácticamente sin riesgo con una rentabilidad que ronda el 5%. Además, el flujo de información, o desinformación como comentaba W. Buffett hace unos días es muy elevado, ya que la inmediatez en las noticias conlleva una falta de rigor que está haciendo que entidades financieras que hasta el momento eran muy solventes se estén viendo arrastradas por la oleada de ventas.

Por si fuera poco, la banca tiene otra problemática en el horizonte, ya que la tendencia mundial hacia el incremento del teletrabajo, está provocando muchos cierres de oficinas, segmento inmobiliario muy castigado en los últimos meses. La magnitud del impacto parece acotada, pero la suma de los dos problemas, inmobiliaria y de depósitos, está generando un impacto adicional al sistema.

El contagio a Europa parece controlado y, tras la crisis de Credit Suisse, parece que las aguas vuelven a su cauce. A pesar de ello, las cotizaciones de los bancos europeos tampoco acaban de levantar cabeza y como veremos posteriormente, los índices más bancarizados como el Ibex 35 o el MIB Italiano se han visto fuertemente afectados tras el buen comportamiento de los meses anteriores.



La otra materia que centra las miradas de los inversores son los datos de inflación. Los Bancos Centrales se encuentran en la fase final de subida de tipos. La FED ha anunciado una pausa y al BCE podrían quedarle dos subidas de 25pb cada una. Pero los datos de inflación siguen siendo elevados. Los datos generales si muestran cierta contención, pero la subyacente sigue aumentando, con la europea en el 5,6% en abril y la estadounidense, tras unos meses que apuntaba a disminuir, vuelve a subir, también al 5,6%, mostrando la dificultad de corregir este tipo de inflación, mucho menos volátil que la general.

La “economía” ofrece signos contradictorios. Algunos indicadores ofrecen signos de recesión mientras que

otros siguen siendo buenos. Los economistas siguen sin ponerse de acuerdo en el impacto que puedan tener las subidas de tipos, que seguro pondrán el freno al crecimiento pero dudan en si llegarán a producir una recesión profunda. Por el momento, parece que se está absorbiendo bien el impacto aunque, al igual que hemos visto con la banca regional americana, podrían derivar en algún efecto no previsto o “cisne negro”.

1. MERCADOS DE RENTA FIJA

Mes de ida y vuelta en los mercados de renta fija, en el que empezamos el mes con cierto repunte en rentabilidades de las distintas emisiones fruto de los buenos datos de crecimiento, aunque en los últimos días esta tendencia se corrige en todas las regiones. El bono español aumenta 6 pb en el mes para acabar en el 3,36%, mientras que el alemán también sube, 2 pb, al 2,31%, lo que supone aumentar ligeramente la prima de riesgo, 4 pb hasta los 105 pb, a la expectativa de ver como avanzan los datos macro y su impacto sobre la economía global.

Por el lado corporativo, variaciones de escasa relevancia en el mes. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, se sitúa en 83 pb, un pb por encima del mes anterior, muy próximo a la zona de mínimos del último año.



Mercado	Índice	Rent. Abril	Rent. 2023
Gobierno	Deposito 1 día	0,24%	0,80%
Gobierno	Deposito 1 año	0,05%	0,58%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,12%	0,87%
Gobierno	Europeo 3-5 años	0,15%	1,59%
Gobierno	Europeo 5-7 años	0,14%	2,39%
Gobierno	Español 1-3 años	0,04%	0,83%
Gobierno	Español 3-5 años	0,03%	1,44%
Gobierno	Español 5-7 años	0,01%	2,10%
Gobierno	Americano 3-5 años	0,54%	2,82%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,38%	1,20%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	0,65%	1,97%
Corporativo	ML Europeo	0,70%	2,28%
Corporativo	Americano 3-5 años	0,77%	3,29%
Corporativo	High Yield Europeo	0,49%	3,40%
-	Emergentes	0,39%	2,55%

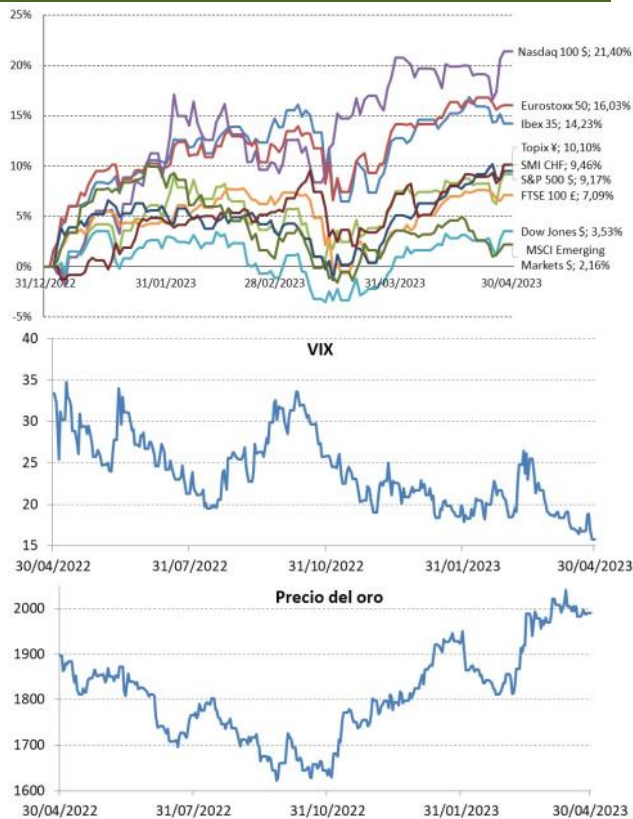
En esta situación, todos los índices de renta fija en positivo, pero con estrechas revalorizaciones en todos los mercados.

La deuda pública europea registra rentabilidades similares a la española en todos los plazos, con movimientos muy estrechos en el mes y que hacen que el acumulado del año mantengan rentabilidades superiores al 2% en los plazos más largos. En el lado corporativo, movimientos algo más amplios, del 0,70% en el largo plazo, que le llevan a niveles del 2% en el acumulado del año tanto en plazos medios como largos. Los segmentos de más riesgo, como el high yield, obtiene un 0,49% en el mes y se mantiene como el mejor del año, con un 3,40%, y el emergente también en positivo, un 0,39% en el mes, un 2,55% en el año. Por último, los índices americanos registran subidas superiores al 0,5% en el mes y son de los más rentables del periodo, con retornos que rondan el 3% tanto en gobiernos como en corporativo.

2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Abril	Rent. 2023
España	Ibex 35	1,29%	14,23%
Europa	Eurostoxx 50	1,64%	16,03%
EE.UU.	S&P 500	1,56%	9,17%
EE.UU.	Nasdaq 100	0,52%	21,40%
EE.UU.	Dow Jones	2,57%	3,53%
Reino Unido	FTSE 100	3,41%	7,09%
Suiza	SMI	4,14%	9,46%
Japón	Topix	2,70%	10,10%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-1,34%	2,16%

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



A pesar de la inestabilidad que el sector bancario americano ha provocado en las bolsas mundiales, los índices consiguen cerrar el mes con rentabilidades positivas, respaldadas por el sector tecnológico y más concretamente las grandes tecnológicas, que consiguen mantener al mercado y compensar las fuertes caídas del sector financiero, cuyo índice se deja más de un 26% desde el inicio del año.

En este entorno, solo el índice emergente cierra el mes en negativo, perdiendo un 1,34%, penalizado por la debilidad de la bolsa china, que corrige al ver que la apertura de su economía tras el Covid tiene un efecto menor al estimado. En el lado opuesto, destacan los mercados que se habían visto menos beneficiados desde inicio del año, como el suizo SMI con retornos superiores al 4% o el FTSE 100, que repunta por encima del 3% por el mejor comportamiento de las empresas mineras.

En el acumulado del año, todos en positivo, encabezados por una subida del 21% del tecnológico Nasdaq, mientras que por detrás la bolsa europea sigue muy fuerte, con el Eurostoxx e Ibex con subidas que rondan el 16% y 14% respectivamente. Entre los rezagados, el emergente que apenas se revaloriza un 2% y el Dow Jones, índice con elevada ponderación del “value”, que sube algo más de un 3%.

El año mantiene el tono alcista aunque el ritmo de las subidas tiende a frenar mientras que nos adentramos en un periodo del año que suele ser correctivo. La volatilidad sigue reduciéndose, con el índice VIX próximo a los 15 puntos, niveles que hace más de un año que no veíamos. El oro vuelve a tomar protagonismo como activo refugio y se mantiene estable en los 2000\$/onza. El problema bancario ha frenado el apetito por el riesgo de los inversores, a la par que tienen la posibilidad de tomar posiciones en activos monetarios con rentabilidades muy atractivas y “sin riesgo”. Las valoraciones de los sectores defensivos están un tanto elevadas y la tecnología, muy castigada en 2022, parece tomar el relevo. Habrá que estar vigilantes ante la temida recesión y su efecto en los mercados, pues la incertidumbre es elevada y el consenso de analistas está muy dividido.

3. MERCADOS DE DIVISAS

El retraso en la subida de tipos del mercado europeo, al que comentábamos que podrían quedarle al menos 50 pb de subida adicionales, no está consiguiendo la teórica apreciación del euro como indicarían los manuales y pierde fuerza frente al resto de divisas no europeas.



Div / Eur	Rent. Abril	Rent. 2023
DÓLAR	-1,64%	-2,85%
LIBRA	0,26%	0,97%
YEN	-4,10%	-6,48%
FRANCO SUIZO	0,69%	0,48%
YUAN	-2,10%	-3,40%

Con ello, vemos al dólar apreciándose un 1,64% frente al euro, volviendo a niveles de 1,105\$/€. Frente a la divisa nipona, se deprecia por encima del 4% en el mes y frente al yuan se deja más de un 2%.

En el acumulado del año y tras la depreciación del euro de este mes, vemos que el yen se aprecia por encima del 6% y al yuan y al dólar apreciándose en torno al 3%. En el lado contrario, las divisas europeas mantienen cierta estabilidad y se deprecian frente al euro aunque en ponderaciones inferiores al 1%.

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*	Abril	2023	
Defensivo	1,16%	0,29%	2,62%	4,82%
Moderado	2,43%	0,40%	4,15%	5,67%
Agresivo	3,83%	0,21%	4,44%	6,37%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Otro mes alcista en el mercado que suma a los buenos resultados generados en 2023, apoyado en la positiva rentabilidad de todos los activos, especialmente de la renta variable europea que sigue mostrando una gran fortaleza.

En este escenario, en el mes de abril, el perfil moderado es el más rentable, con una subida del 0,40%, seguido por el defensivo, con un 0,29% y el agresivo, con una rentabilidad muy similar pero inferior, del 0,21%, justificado por la mayor exposición a emergentes y la exposición a divisas internacionales.

En el acumulado del año, los tres perfiles muy positivos como decíamos, con un perfil agresivo apreciándose un 4,44%, el moderado un 4,15% y el defensivo un 2,62%.

La volatilidad interanual sigue reduciéndose una vez eliminado el efecto del inicio de la invasión de Ucrania, situándose en la horquilla del 4,82% para el perfil defensivo y el 6,37% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles es baja, entre el 1,16% y 3,83%, 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.

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



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.