

Carta Mensual Solventis Zeus Patrimonio Global FI – Diciembre 2023

Estimado partícipe,

Como cada mes, agradecer la confianza en Solventis. Continuamos trabajando para encontrar activos que nos aporten valor a largo plazo.

Mirando hacia atrás

Concluye el mes de diciembre y con este el 2023, dejando una imagen general positiva con las principales bolsas mundiales, obteniendo ganancias importantes y con una renta fija que ha rebotado con fuerza cerrando con dos de los mejores meses de su historia.

El 2023 ha resultado finalmente mucho más favorable de lo esperado después de empezar el año con turbulencias en el sector bancario que amenazaban con una nueva crisis financiera, la guerra de Ucrania y la aparición de un nuevo conflicto bélico en Oriente Medio. A todo esto, se le suma un endurecimiento históricamente acelerado de la política monetaria por parte de los Bancos Centrales, motivado principalmente por la elevada inflación que se resistía a bajar.

Los datos macroeconómicos han mostrado signos de resiliencia durante la mayor parte del año, con un crecimiento del PIB estable, un mercado laboral fuerte, una elevada inflación y unos buenos resultados de las compañías cotizadas, algo sorprendente en un contexto de política monetaria tan restrictiva. Finalmente, los esfuerzos de los organismos monetarios han dado sus frutos, consiguiendo su objetivo de enfriar las economías y, por ende, desacelerar el crecimiento de los precios, aunque en menor magnitud de lo que inicialmente se creía, ya que muchos temían que la dureza en la aplicación de la política monetaria acabaría derivando en un escenario de *hard landing*, o lo que es lo mismo, en una recesión.

El discurso de los Bancos Centrales ha ido cambiando durante el 2023. Comenzábamos el año con subidas de tipos por parte de la Reserva Federal (Fed), con un mensaje claramente *hawkish* en el que recalcaron que los aumentos continuarían hasta alcanzar una postura de política monetaria que fuera lo suficientemente restrictiva para devolver la inflación al 2%. Estas subidas continuaron hasta septiembre, momento en el cual el organismo decidió pausar las alzas alegando que los buenos avances de los datos macroeconómicos permitían mantener sin cambios los tipos, aunque sin cerrar la puerta a nuevas subidas. Esto impactó directamente en los activos de renta fija, concretamente los bonos gubernamentales, que vieron como las rentabilidades tocaban máximos en años. Sin embargo, esa subida adicional que anunciaban para antes del cierre del año no se produjo y, en la última reunión que se llevó a cabo en diciembre, el organismo dejaba intactos los

tipos de interés y aparecía con un mensaje más suave, dibujando un escenario de bajadas de tipos para el 2024 y estimando recortes de 75 puntos básicos.

Por su parte, el discurso del Banco Central Europeo (BCE) estuvo muy en línea con el de su homólogo estadounidense a lo largo del año, a excepción de la última reunión de diciembre, en la que su presidenta Christine Lagarde mantuvo un tono más cauto cumpliendo con el guion y dejando los tipos en los niveles actuales, insistiendo en que están lo suficientemente elevados como para que la inflación vuelva al objetivo del 2%, sin menciones a próximas bajadas.

Las expectativas de bajadas de tipos han jugado un papel fundamental en el desempeño de los activos de renta fija, especialmente en los últimos meses del 2023, intensificándose aún más después de las últimas reuniones de los Bancos Centrales, donde los mercados reaccionaron con entusiasmo subiendo con fuerza tanto las bolsas como los precios de los bonos, asumiendo que el fin de la política monetaria restrictiva ha llegado y descontando ya las primeras bajadas de tipos para mayo de 2024 en el caso de la Fed y en abril en el caso del BCE.

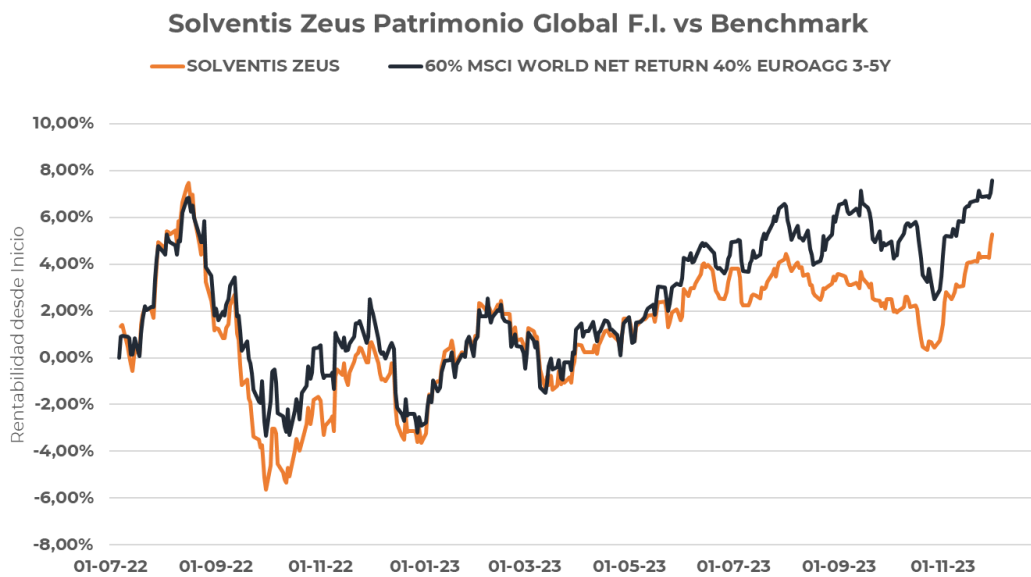
Los mercados han reflejado todos estos acontecimientos durante el año, especialmente los activos de renta fija que son los que mayor sensibilidad tienen a los eventos macroeconómicos y a las medidas adoptadas en cuanto a política monetaria se refiere.

Los tipos de interés cerraron el año con estrechamiento generalizado, concretamente el Bono alemán a 10 años, la referencia europea, que estrechó 55 puntos básicos, situándose en el 2,02%. De la misma forma se comportaba la parte corta de la curva, estrechando 36 puntos básicos el Bono alemán a 2 años, situándose en el 2,40%. Por su parte, los *spreads* de crédito cerraban el año con el *investment grade* europeo en 59 puntos, lo que supone un estrechamiento de 32 puntos, y el *high yield* europeo estrechando 160 puntos básicos, hasta cerrar en los 313.

Sin embargo, durante el año se dieron momentos de elevada volatilidad, donde pudimos ver movimientos relevantes tanto en las curvas de tipos como en los *spreads* de crédito. En marzo, después de que salieran a la luz las turbulencias del sector bancario, la rentabilidad de los bonos cayó con fuerza y en sentido contrario lo hicieron los diferenciales, ampliando hasta tocar máximos en el año, debido a los temores de una posible crisis financiera, hecho que finalmente se descartó, provocando que los tipos volvieran a subir y los *spreads* bajaran.

El duro mensaje de los bancos centrales, en septiembre por parte de la Fed y en octubre por parte del BCE, provocó que los tipos alcanzaran máximos a finales de septiembre, y el Bono alemán a 10 años, la referencia europea, se situó cerca del 3%. Sin embargo, la buena evolución de los datos macroeconómicos convenció al mercado de que no iba a darse esa subida adicional que anunciaban los organismos monetarios, lo que provocó estrechamiento de los diferenciales de crédito y de las curvas, descontando ya las bajadas de tipos que se esperan para el próximo año.

La cartera de Zeus Patrimonio Global ha tenido un rendimiento del +2,88% en el mes de diciembre, con un cómputo global del año de 11,78%. A efectos comparativos, en el mismo período, el índice compuesto ha tenido un rendimiento de +3,06% y 14,19%, respectivamente. Por la parte de renta fija, los principales contribuidores han sido las emisiones con duraciones más largas, concretamente las posiciones en gobierno con vencimientos del 2033. Junto con la duración, las emisiones de *high yield* han contribuido positivamente durante todo el mes. La parte de renta variable, durante el mes, ha habido revalorizaciones importantes. Las empresas que más han aportado en el mes han sido Caterpillar (+16.4% en el mes), Morgan Stanley (+16.1% en el mes) y General Motors (+12.2% en el mes).



Fuente: Bloomberg y Solventis

Movimientos en cartera

La cartera se encuentra, actualmente, invertida al 50% en renta variable y al 49% en renta fija, manteniendo nuestra infraponderación en el activo de riesgo.

Hemos reducido nuestra duración, alineándonos con nuestro índice, de forma táctica, a la espera de un posible repunte en los tipos de interés. En renta variable, hemos mantenido posiciones.

Mirando hacia adelante

Como el 2023, el 2024 será un año en el que la política de los bancos centrales va a tener gran relevancia en la evolución de los distintos activos, especialmente los de renta fija.

El calendario de las bajadas de tipos jugará un papel esencial este año, y todo dependerá de cómo evolucionen los datos macroeconómicos para los que los

bancos centrales ya han revisado al alza sus estimaciones, otorgando una evolución favorable tanto en el crecimiento económico como en la inflación.

Nos posicionamos neutrales en duración, de forma táctica, esperando correcciones en las curvas de tipos para volver a sobreponderarnos en la sensibilidad a tipos de interés. También seguimos positivos en emisiones de mayor calidad crediticia, donde actualmente tenemos un 82% de la cartera, teniendo en cuenta las posiciones en bonos de gobierno, que dotan de calidad a la cartera.

Empezamos 2024 siguiendo muy de cerca los mensajes de las compañías para el 2024. Además, después de este “rally de Navidad” que tuvimos en el último mes de 2023, esperamos que las compañías den más visibilidad operativa de sus negocios en un año que la resiliencia de sus ingresos va a ser clave

Nos seguimos sintiendo cómodos en compañías con una demanda que no dependa del ciclo y que tengan gran parte de su negocio ligado a tendencias estructurales, como podría ser la shift poblacional en algunos mercados emergentes o la electrificación de las economías. Además, buscamos empresas con ventajas competitivas sólidas, que permitan traspasar al precio final de su producto o servicio el incremento de costes de fabricación y/ operativos, sin perder volúmenes.