

Carta Mensual – Marzo 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

Cerramos el primer trimestre del año con un mes de marzo que ha estado marcado por unos bancos centrales que no ceden ante las turbulencias del sector financiero y que continúan aplicando la política monetaria restrictiva a través de subidas de tipos, en busca de controlar una inflación que se resiste y que sigue lejos de ese objetivo del 2%.

Aunque los datos macroeconómicos de marzo reflejaron una ligera desaceleración de la economía, sobre todo en EEUU, se espera que este entorno de tipos elevados se mantenga durante la mayor parte de este año 2023.

El mes de marzo ha sido un mes de fuerte volatilidad en el mercado, la causa principal fue la quiebra de Silicon Valley Bank y el miedo al contagio dentro del sector bancario. Ante la necesidad de atender a reembolsos de sus depositantes, Silicon Valley Bank se vio obligado a vender parte de la cartera de renta fija (clasificada como "disponible para la venta") aflorando pérdidas materiales tras la fuerte subida de tipos, con el consecuente impacto en el capital. Y como es habitual, retirada de depósitos masiva y lo que provocó la liquidación del banco.

Pocos días después llegaban los temores al banco Credit Suisse. El desencadenante fueron unas declaraciones desafortunadas de un representante del Saudi National Bank, dónde decía que el banco nacional saudita, dejaba de dar apoyo a la entidad. La principal justificación de esta decisión era la regulación, ya que en ese momento ya tenían el 9,9% del capital de la entidad suiza y no estaban dispuestos a pasar el 10% por los requerimientos regulatorios que eso conllevaría. Estas declaraciones, en un momento donde los mercados tenían el foco puesto en el sistema financiero, provocaron el miedo entre los accionistas, que obligó al regulador Suizo a intervenir y propiciar finalmente la fusión entre Credit Suisse y UBS.

Estos sucesos trajeron mucha volatilidad en todo el sector financiero. Nuestra posición en ambos casos fue la racionalidad y prudencia, por lo que mantuvimos las posiciones en los dos eventos, a pesar de la volatilidad del momento en el sector. En el caso de Silicon Valley Bank, pensábamos que sería un caso puntual que no tendría un efecto contagio a todo el sistema financiero, no había riesgo de contrapartida ni de exposición en balance.

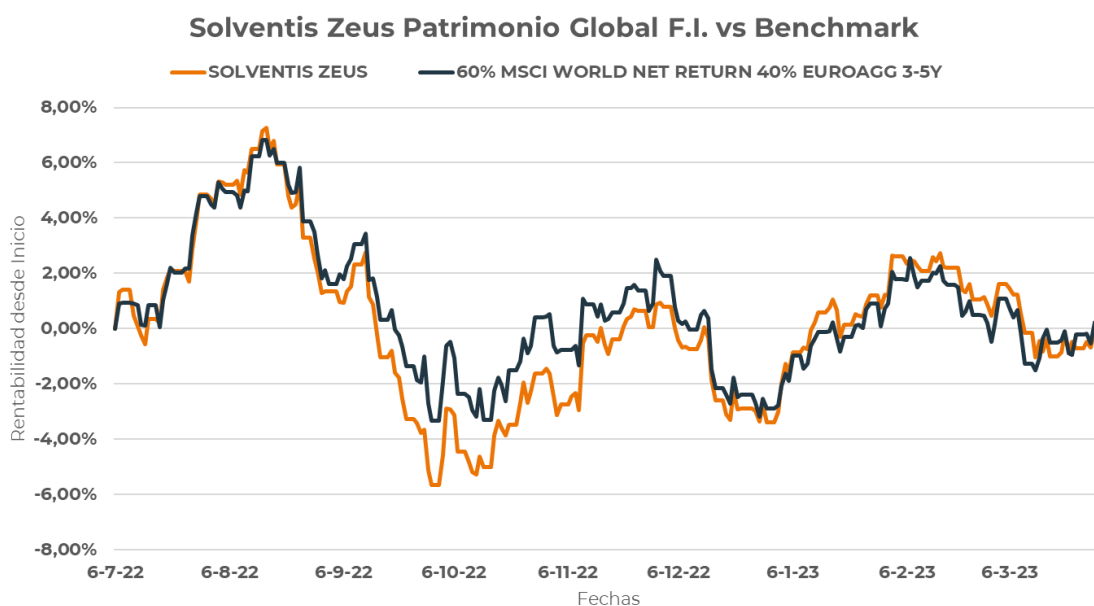
Por su parte la Reserva Federal actuó con rapidez abriendo una ventana de liquidez para los bancos que lo necesitasen. En el caso de Credit Suisse, las consecuencias podrían haber sido mucho mayores, por lo que tan pronto el mercado se focalizó en la entidad suiza, nos pusimos en contacto con cada una de las entidades financieras que mantenemos en cartera para evaluar sus posibles exposiciones. Todas ellas nos respondieron que su exposición al banco suizo no era significativa.

Los datos macroeconómicos de marzo reflejaron una ligera desaceleración de la economía, sobre todo en EEUU. Con la llegada de datos por debajo de expectativas y el tensionamiento del sistema bancario se empezó a descontar un ritmo inferior de subidas de tipos y los inversores buscaron refugio en los bonos gubernamentales. De esta forma, las curvas estrecharon significativamente. El resultado fue una caída en la rentabilidad de los bonos americanos, tanto el 10 como el 2 años, deshaciéndose parcialmente la inversión de la curva. A nivel europeo, el movimiento fue similar.

A nivel de diferenciales de crédito, hemos experimentado una ampliación de los *spreads*, aunque lejos quedan los valores superiores a 600 en *high yield* europeo que vimos en septiembre del año pasado.

La cartera de Zeus Patrimonio Global ha tenido un rendimiento del 0.46% en el mes. A efectos comparativos, en el mismo período, el índice compuesto ha tenido un rendimiento de +1.62%. En el año, Zeus Patrimonio Global han obtenido un rendimiento de +4.83% y el índice compuesto un 4.57% en el año. Por la parte de renta fija, nuestra infra ponderación en deuda nos hizo quedarnos algo rezagados, dado que la rentabilidad de los bonos corporativos, activo en el que estamos positivos, se quedó por debajo del rendimiento de los bonos de gobierno.

En renta variable, las entidades financieras que mantenemos en cartera, han sufrido caídas en el mes por el nerviosismo que envolvía al sector financiero. Las seguimos manteniendo en cartera por solidez de balance y su buena visibilidad de beneficios.



Fuente: Bloomberg

Movimientos en cartera

La cartera se encuentra, actualmente, invertida al 50% en renta variable y al 49% en renta fija. Con el buen comportamiento de los mercados hemos ido reduciendo nuestra exposición al activo de más riesgo, reflejando nuestra prudencia respecto al entorno actual.

Actualmente nos encontramos en un momento de ajuste de la duración, alargando los vencimientos de los activos de renta fija.

Durante este mes de marzo, en renta fija hemos realizado una operación de compra, aumentando nuestra exposición a *utilities*, comprando una emisión de *Électricité de France S.A. (EDF)*. Esta emisión tiene vencimiento en enero de 2027 y una rentabilidad del 3,70%, lo que nos permite seguir con nuestro objetivo de aumentar la duración.

En renta variable, hemos incorporado a la cartera a Schneider Electric, una empresa que tiene exposición directa a la mega tendencia de mejora de la red eléctrica europea y americana. Este factor nos proporciona visibilidad de crecimiento para los próximos años en la compañía independientemente del ciclo económico.

Mirando hacia adelante

Perspectivas

Los datos macroeconómicos debilitándose junto con una inflación que retrocede moderadamente da pie a pensar que estamos ante las últimas subidas de tipos por parte de los diferentes bancos centrales. A pesar de ello, las tasas de tipos de interés están en un nivel restrictivo, por lo que se espera una ralentización en el consumo, de forma que deberíamos ver cierta contracción en el PIB de las economías.

Esperamos que los tipos de interés se mantengan altos y que haya un empeoramiento de las condiciones financieras durante este 2023. De esta forma, no esperamos recortes de tipos hasta 2024 y estimamos que los bancos centrales seguirán con la reducción de su balance al ritmo anunciado por cada uno de ellos.

En renta fija, **seguimos favoreciendo nuestra posición en crédito** frente a la deuda gubernamental, si bien estamos más positivos en bonos de alta calidad crediticia que en *high yield*, dado este escenario de ralentización y endurecimiento de condiciones financieras.

Mantenemos nuestra estrategia de **incrementar la duración** de forma paulatina, proceso iniciado a mediados del año pasado.

En renta variable, seguimos con el foco puesto en ser muy selectivos. En un escenario de inflaciones sostenidas en niveles altos y con tipos de interés elevados por un periodo de tiempo prolongado pensamos que el consumo, y por lo tanto el crecimiento económico, podría desacelerar. En consecuencia, no vamos a perder de vistas tres aspectos que nos parecen esenciales: visibilidad de ingresos, capacidad de gestión de costes inflacionarios (mediante subidas de precios y/o mejoras de productividad) e impacto en el beneficio neto de la subida de tipos de interés a través del coste financiero de las compañías.

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.

En el medio/largo plazo, creemos que estos factores serán muy importantes para diferenciar las empresas ganadoras de resto del mercado. Por esta razón creemos que ser selectivos es clave.