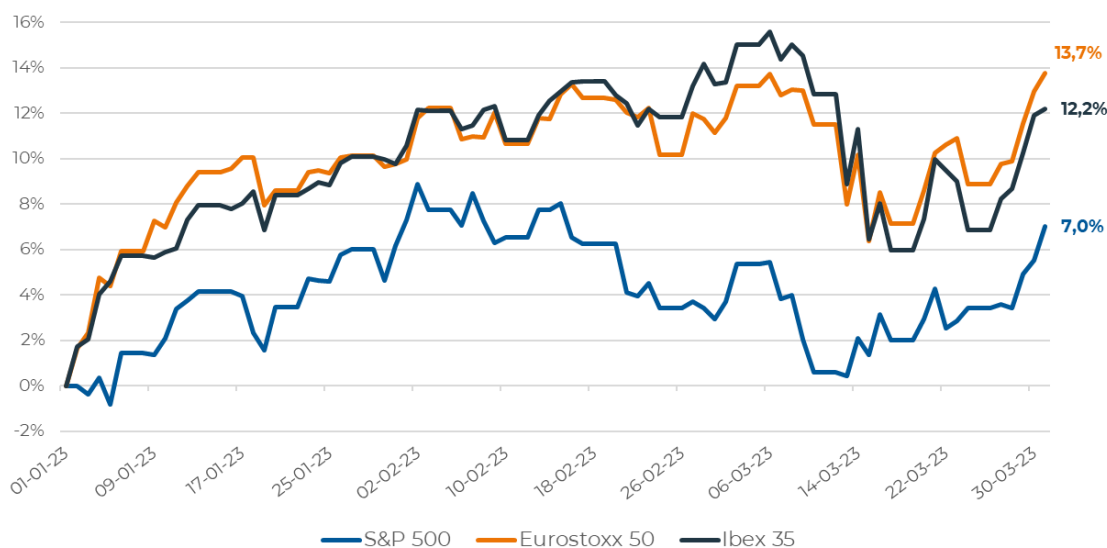


Nuevo año, nuevos comienzos.

Tras un 2022 calificado por muchos expertos del sector financiero como *annus horribilis*, terminamos el primer trimestre de 2023 con los mercados tomando un poco de aire, lejos quedan las fuertes bajadas que se dieron durante todo el año pasado y la fuerte correlación entre las distintas tipologías de activo. El periodo se saldaba con subidas, tanto en renta fija como en bolsas. Si nos centramos en la renta variable, tal y como se puede apreciar en el gráfico, los principales índices europeos y americanos se han revalorizado desde inicios de año, dado que los datos macroeconómicos han sorprendido al alza. A pesar de eso, muchos analistas esperaban que durante este trimestre se dieran las primeras señales fuertes de enfriamiento de las economías



Este último mes de marzo se ha caracterizado por una fuerte volatilidad, consecuencia del temor que se generó por el tensionamiento del sistema financiero. Esta incertidumbre empezó a raíz de la quiebra de *Sillicon Valley Bank* (SVB) en Estados Unidos y, posteriormente, por la fuerte caída en bolsa de la entidad bancaria *Credit Suisse*, que finalmente quedó resuelto con su absorción por parte del banco *UBS*.

Además, la política monetaria llevada a cabo durante 2022 por parte de los bancos centrales, pasó de estar fijada en el control de la inflación "a toda costa" a tener el foco dividido entre la evolución de los efectos de las medidas ya tomadas y la reducción de las tasas de inflación.

Pero intentemos discernir entre lo que ha pasado y la situación actual.

¿Qué ocurrió con SVB y Credit Suisse?

Creemos que es estrictamente necesario recalcar que estas dos “crisis” vividas en cuestión de una semana y media, son eventos idiosincráticos.

En el caso de Silicon Valley Bank, el motivo de su quiebra fue un problema de liquidez. Los principales clientes de este banco eran empresas de nueva creación (*start-up*). Con la subida de tipos muchas de estas empresas están teniendo mayores dificultades para obtener financiación y se han visto obligadas a usar los recursos que tenían depositados en las entidades bancarias. Esta necesidad de liquidez por parte de sus clientes hizo que el banco se viera obligado a vender activos. Fue en este punto donde empezaron sus problemas. Al no haber realizado una buena gestión de su balance y los riesgos asumidos con la tipología de activos adquirida, tuvieron que liquidar dichos activos con pérdidas, hasta tal punto que terminaron quebrando. Al tratarse de un banco relativamente pequeño de Estados Unidos y dada la rápida respuesta por parte de las autoridades monetarias, se evitó un efecto contagio al resto de entidades del sector financiero.

Por otro lado, la crisis de *Credit Suisse* tiene un origen y un desenlace muy distintos. Tras años estando en la cuerda floja por distintas razones, como problemas legales y escándalos reputacionales, la noticia del 15 de marzo, donde se informó que uno de sus principales accionistas (*Saudi National Bank*), con un 9,9% del total del capital, dejaba de dar apoyo a la entidad. Esto provocó el gran desplome del valor de sus acciones hasta registrar mínimos de -69%. Finalmente, las autoridades suizas presionaron a UBS, la otra gran entidad bancaria del país, a comprar el banco y así evitar su caída, con las consecuencias que hubiese acarreado.

Dados estos eventos, hay que tener claro que antes de temer por una nueva crisis financiera, debemos analizar la salud de las diferentes economías, que ya les adelantamos que es mucho mejor que la de 2008.

¿Cuál es el estado de las economías?

Unos buenos indicadores avanzados de la salud de las economías son los PMIs. Se trata de una encuesta que se realiza mensualmente a una gran muestra de empresarios de cada país, abarcando los distintos sectores y regiones. Se suelen presentar tres PMIs por cada país, el de servicios, el manufacturero y el compuesto. Todos se interpretan de la misma manera, por encima de 50 significa que se está creciendo; por ejemplo, en el caso del PMI manufacturero un resultado superior a 50 significa que las empresas industriales están aumentando el número de pedidos recibidos, la producción..., mientras que un resultado por debajo de 50 indica lo contrario.

	ene.-21	feb.-21	mar.-21	abr.-21	may.-21	jun.-21	jul.-21	ago.-21	sep.-21	oct.-21	nov.-21	dic.-21	ene.-22	feb.-22	mar.-22	abr.-22	may.-22	jun.-22	jul.-22	ago.-22	sep.-22	oct.-22	nov.-22	dic.-22	ene.-23	feb.-23	mar.-23
Italy	55,1	56,9	59,8	60,7	62,3	62,2	60,3	60,9	59,7	61,1	62,8	62,0	58,3	58,3	55,8	54,5	51,9	50,9	48,5	48,0	48,3	46,5	48,4	48,5	50,4	52,0	51,1
Spain	49,3	52,9	56,9	57,7	59,4	60,4	59,0	59,5	58,1	57,4	57,1	56,2	56,2	56,9	54,2	53,3	53,8	52,6	48,7	49,9	49,0	44,7	45,7	46,4	48,4	50,7	51,3
France	51,6	56,1	59,3	58,9	59,4	59,0	58,0	57,5	55,0	53,6	55,9	55,6	55,5	57,2	54,7	55,7	54,6	51,4	49,5	50,6	47,7	47,2	48,3	49,2	50,5	47,4	47,3
Germany	57,1	60,7	66,6	66,2	64,4	65,1	65,9	62,6	58,4	57,8	57,4	57,4	59,8	58,4	56,9	54,6	54,8	52,0	49,3	49,1	47,8	45,1	46,2	47,1	47,3	46,3	44,7
Eurozone	54,8	57,9	62,5	62,9	63,1	63,4	62,8	61,4	58,6	58,3	58,4	58,0	58,7	58,2	56,5	55,5	54,6	52,1	49,8	49,6	48,4	46,4	47,1	47,8	48,8	48,5	47,3
United Kingdom	54,1	55,1	58,9	60,9	65,6	63,9	60,4	60,3	57,1	57,8	58,1	57,9	57,3	58,0	55,2	55,8	54,6	52,8	52,1	47,3	48,4	46,2	46,5	45,3	47,0	49,3	47,9
United States	59,3	60,8	63,8	61,0	61,9	61,1	60,0	59,6	60,7	60,4	60,8	58,6	57,6	58,4	57,0	55,9	56,1	53,1	52,7	52,9	51,0	50,0	49,0	48,4	47,4	47,7	46,3
Japan	49,8	51,4	52,7	53,6	53,0	52,4	53,0	52,7	51,5	53,2	54,5	54,3	55,4	52,7	54,1	53,5	53,3	52,7	52,1	51,5	50,8	50,7	49,0	48,9	48,9	47,7	49,2
China	51,5	50,9	50,6	51,9	52,0	51,3	50,3	49,2	50,0	50,6	49,9	50,9	49,1	50,4	48,1	46,0	48,1	51,7	50,4	49,5	48,1	49,2	49,4	49,0	49,2	51,6	50,0
India	57,7	57,5	55,4	55,5	50,8	48,1	55,3	52,3	53,7	55,9	57,6	55,5	54,0	54,9	54,0	54,7	54,6	53,9	56,4	56,2	55,1	55,3	55,7	57,8	55,4	55,3	56,4

Como podemos apreciar en la tabla anterior, los resultados de los PMIs manufactureros del primer trimestre de 2023 en los principales países desarrollados ha estado, prácticamente en todos los casos, ligeramente por debajo de 50. Esto nos indica que los empresarios de compañías industriales manifiestan un sentimiento de contracción de la actividad económica.

	ene.-21	feb.-21	mar.-21	abr.-21	may.-21	jun.-21	jul.-21	ago.-21	sep.-21	oct.-21	nov.-21	dic.-21	ene.-22	feb.-22	mar.-22	abr.-22	may.-22	jun.-22	jul.-22	ago.-22	sep.-22	oct.-22	nov.-22	dic.-22	ene.-23	feb.-23	mar.-23
Italy	44,7	48,8	48,6	47,3	53,1	56,7	58,0	58,0	55,5	52,4	55,9	53,0	48,5	52,8	52,1	55,7	53,7	51,6	48,4	50,5	48,8	46,4	49,5	49,9	51,2	51,6	55,7
Spain	41,7	43,1	48,1	54,6	59,4	62,5	61,9	60,1	56,9	56,6	59,8	55,8	46,6	56,6	53,4	57,1	56,5	54,0	53,8	50,6	48,5	49,7	51,2	51,6	52,7	56,7	59,4
France	47,3	45,6	48,2	50,3	56,6	57,8	56,8	56,3	56,2	56,6	57,4	57,0	53,1	55,5	57,4	58,9	58,3	53,9	53,2	51,2	52,9	51,7	49,3	49,5	49,4	53,1	53,9
Germany	46,7	45,7	51,5	49,9	52,8	57,5	61,8	60,8	56,2	52,4	52,7	48,7	52,2	55,8	56,1	57,6	55,0	52,4	49,7	47,7	45,0	46,5	46,1	49,2	50,7	50,9	53,7
Eurozone	45,4	45,7	49,6	50,5	55,2	58,3	59,8	59,0	56,4	54,6	55,9	53,1	51,1	55,5	55,6	57,7	56,1	53,0	51,2	49,8	48,8	48,6	48,5	49,8	50,8	52,7	55,0
United Kingdom	39,5	49,5	56,3	61,0	62,9	62,4	59,6	55,0	55,4	59,1	58,5	53,6	54,1	60,5	62,6	58,9	53,4	54,3	52,6	50,9	50,0	48,8	48,8	49,9	48,7	53,5	52,9
United States	58,7	56,4	62,3	63,0	63,9	61,2	64,0	61,7	62,1	66,6	67,6	61,7	60,4	57,2	58,4	57,5	56,4	56,0	56,4	56,1	55,9	54,5	55,5	49,2	55,2	55,1	51,2
Japan	46,1	46,3	48,3	49,5	46,5	48,0	47,4	42,9	47,8	50,7	53,0	52,1	47,6	44,2	49,4	50,7	52,6	54,0	50,3	49,5	52,2	53,2	50,3	51,1	52,3	54,0	55,0
China	52,0	51,5	54,3	56,3	55,1	50,3	54,9	46,7	53,4	53,8	52,1	53,1	51,4	50,2	42,0	36,2	41,4	54,5	55,5	55,0	49,3	48,4	46,7	48,0	52,9	55,0	57,8
India	52,8	55,3	54,6	54,0	46,4	41,2	45,4	56,7	55,2	58,5	58,1	55,5	51,5	51,8	53,6	57,9	58,9	59,2	55,5	57,2	54,3	55,1	56,4	58,5	57,2	59,4	57,8

Contrariamente, como podemos ver en la segunda tabla, los resultados del indicador de servicios han estado por encima de 50 en todas las regiones. Esto nos muestra que, en general, los empresarios tienen un sentimiento positivo frente al conjunto de factores que se engloban dentro de sus actividades económicas (nivel de empleo, nuevos pedidos, inventarios...), por lo que no esperan una contracción económica impulsada por una baja demanda del consumidor final.

¿Como se traduce esto en nuestras carteras?

La coyuntura económica en la que nos encontramos requiere de una gestión activa. Tal y como apuntábamos en la última carta, el deterioro de las economías desarrolladas empieza a hacerse evidente en ciertos sectores, aunque la inflación está disminuyendo de una forma mucho más progresiva de lo que se preveía. Por este motivo hemos reducido ligeramente la exposición total de la cartera a renta variable, aumentando nuestra exposición a renta fija, activo que nos parece más atractivo. Seguimos cautos con la inversión en crédito de alto rendimiento por el riesgo que supone en un momento como el actual y por la poca prima que se paga al asumir este riesgo

adicional. Adicionalmente, buscando calidad y protección, se ha aumentado la exposición a gobiernos a través del fondo Pictet USD Government.

Nos encontramos frente un año dónde los indicadores macroeconómicos van a ir marcando las decisiones que se tomen en política fiscal y monetaria, de forma que será clave mantener una gestión activa en este entorno.