

Carta Mensual Solventis Zeus Patrimonio Global F.I. – Marzo 2024

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

Seguimos sin ver signos de debilidad en las economías, más bien todo lo contrario. Los datos macroeconómicos nos muestran que, a pesar de que los tipos se encuentran en los niveles máximos de los últimos años, las economías continúan creciendo a un ritmo estable, el mercado laboral sigue mostrando robustez, y la inflación, pese que mantiene un ritmo moderado, continúa su tendencia a la baja.

Dada la fortaleza que muestra la actividad económica global, el riesgo de que se produzca una recesión a corto plazo parece haberse esfumado y el escenario de *soft landing* o, lo que es lo mismo, un aterrizaje suave, sigue siendo el escenario más probable.

Si la economía no desacelera y mantiene una velocidad de crucero razonable, los recortes de tipos de interés podrían no estar tan cerca como esperaba el mercado a inicios de año. De hecho, las perspectivas de bajadas de tipos se sitúan lejos de lo que descontaba en enero de 2024. Para la Reserva Federal (Fed), se descuentan 3 recortes para este año, lo que contrasta con los 6 que se esperaban el trimestre anterior. En su última reunión, el organismo monetario aumentaba sus perspectivas de crecimiento de la economía americana para este año y, de forma más modesta, las de inflación subyacente. Con esto sobre la mesa, suavizan los recortes de tipos para 2025 y 2026.

En el viejo continente, donde también se esperaban hasta 6 bajadas de tipos de interés para 2024 a finales del año anterior, actualmente se estima que habrá 4, lo que pone de manifiesto el crecimiento más débil que está experimentando zona euro. Sobre la reunión del Banco Central Europeo (BCE) de este mes, el mensaje ha sido diferente al visto por su homólogo americano. Christine Lagarde, presidente del BCE, ha recalcado que los riesgos de crecimiento son a la baja, lo que representa una bocanada de aire para los tipos. Adicionalmente, Lagarde comentaba que, previsiblemente, en junio contarían con información suficiente para poder empezar a tomar decisiones de reducción de la tasa marginal, con lo que el mercado sigue descontado una primera bajada en ese mismo mes.

En este contexto, ha habido volatilidad en el mes en las curvas de tipos de interés para cerrar el mes en niveles cercanos al inicio del periodo. En

relación a los diferenciales de crédito, se mantiene la tendencia a la baja, lo que sitúa al crédito con buenas rentabilidades en lo que llevamos de año.

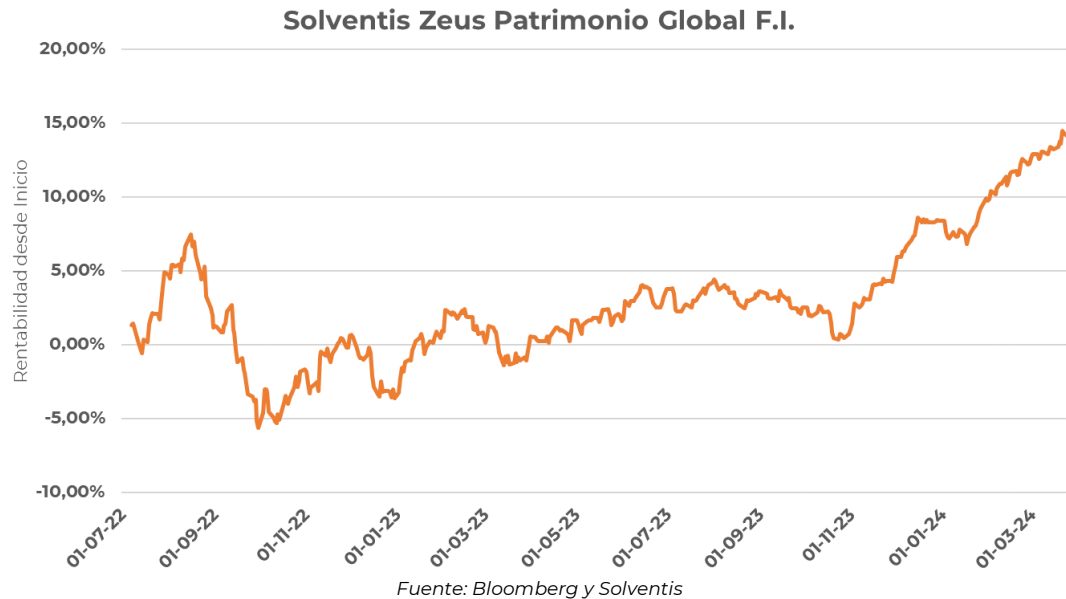
En la parte de renta variable, cerramos el mes de marzo, un mes bueno para los diferentes índices.

Después de escuchar los resultados de cierre de 2023 en febrero y marzo, hemos visto como los diferentes analistas iban actualizando sus previsiones, provocando que los beneficios estimados para 2024 de los índices se revisasen al alza. Esta revisión, ha seguido empujando a los índices.

Encaramos el mes de abril con la vista en los próximos resultados empresariales. Estos son especialmente relevantes, ya que en esta publicación veremos si se confirman las expectativas de la evolución de negocio para el año. En nuestro estilo de gestión, donde seleccionamos compañía por compañía, estos mensajes tienen bastante relevancia.

Además, veremos si la inteligencia artificial que poco a poco se van implementando de forma transversal en la economía, tienen un efecto real en la cuenta de resultados, concretamente en los márgenes. Además, seguimos estando muy atentos a las tensiones geopolíticas de medio oriente y los posibles efectos que puede tener el precio del petróleo y como consecuencia, en la inflación.

La cartera de Zeus Patrimonio Global ha tenido un rendimiento del +2,11% en el mes de marzo. Por la parte de renta fija, los principales contribuidores han sido las emisiones gubernamentales de mayor duración, siendo estas las del gobierno alemán, francés, español e italiano con vencimiento 2033. Adicionalmente, las emisiones corporativas *investment grade* han contribuido positivamente. La parte de renta variable, durante el mes, ha habido revalorizaciones importantes. Las empresas que más han aportado en el mes han sido IAG aportando un +0.64% en el mes, Caixabank aportando un +0.52% en el mes y Caterpillar aportando un +0,47% en el mes. Las acciones que más rendimiento han detrído son Kering detruyendo un -0.56%, Accenture detruyendo un -0.30% y Nike detruyendo un -0.28%.



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.

Este mes hemos aumentado nuestra exposición a bonos gubernamentales dado que hemos tenido una fuerte entrada en el fondo. Con los niveles de *spreads* actuales, preferimos contar con gobierno que no con crédito. En renta variable, no hemos hecho movimiento ese mes. Nos sentimos cómodos con la fortaleza que están mostrando las posiciones actuales.

Mirando hacia adelante

Nuestro escenario base sigue siendo el de un aterrizaje suave, con un crecimiento que debería moderarse en tanto que también lo haga el mercado laboral, empujando la inflación a su territorio objetivo del 2%. Sin embargo, algunos datos son más fuertes de lo esperado y dan probabilidad a un escenario de *no landing*, lo que significaría unos tipos altos por más tiempo.

Con esto en mente, seguimos positivos en duración y mantenemos nuestro sesgo largo en la cartera, aunque somos prudentes a la hora de seguir aumentando. Los niveles actuales de tipos de interés nos parecen una oportunidad, pero un desanclaje de las expectativas de inflación podría aportar volatilidad al mercado.

Por el lado del crédito, seguimos con una visión cauta en cuanto a diferenciales de crédito. Las oportunidades ahí son más reducidas, con unos niveles similares a los vistos en 2019 y 2021, años de bonanza en mercado. El

binomio rentabilidad-riesgo del crédito está por debajo de la de los bonos gubernamentales, donde sí que somos positivos. Bajo nuestro punto de vista, deberíamos ver algo de tensionamiento en spreads, lo que nos daría la oportunidad para aumentar nuestra exposición a bonos corporativos.

En renta variable, seguimos vigilando muy de cerca los mensajes de las compañías. Estamos viendo a los directivos hablando de visibilidad y resiliencia de ingresos. En algunos casos puntuales, ha habido comentarios sobre un consumidor americano que empieza a estar algo presionado por los tipos de interés y las subidas de precios, aunque no se han dado muchos detalles al respecto. No obstante, las compañías siguen vigilantes ante factores exógenos que pueden afectar dicha visibilidad como pueden ser un conflicto bélico a gran escala, mayores tensiones geopolíticas o una ralentización económica más fuerte de lo previsto.

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 y manteniendo sus márgenes operativos.