



HOJA DE RUTA



Marzo 2023



## Entorno Económico y de Mercados

**Siempre que hay crisis cae el crédito, pero cuándo cae el crédito no siempre hay crisis.** El acontecimiento más importante durante el mes de marzo ha sido la intervención de algunos bancos pequeños en EE.UU. (y la de un banco grande en Suiza). La minicrisis bancaria no es, desde luego, sistémica, ni tan siquiera es demasiado importante en su tamaño, menos del 1% del mercado de préstamos en EE.UU., pero la reacción del mercado hace pensar que va a ser muy relevante para el crecimiento. La expectativa para el tipo de intervención de la Reserva Federal ha pasado de descontar un tipo a final de este año del 5,9% (el 8 de marzo) a uno del 4,1% (el 5 de abril). Nos parece excesivo, primero porque la crisis no añade mucha información a lo que ya sabíamos, los bancos llevan más de 6 meses endureciendo el acceso al crédito y con el nivel actual ya debemos esperar que, en términos reales, el crédito se contraiga durante los próximos 12 meses algo más de un 2%. Eso está ya incorporado en los modelos de previsión de crecimiento. Para justificar la reacción del mercado hay que contestar dos preguntas; ¿Puede la situación deteriorarse mucho más por culpa de algunos bancos pequeños? Y si ocurre ¿la contracción del crédito acarreará una caída significativa en la actividad económica? La primera pregunta creemos que se contesta en negativo, si acaso un deterioro marginal respecto a lo que ya tenemos, la segunda pregunta nos obliga a recordar que la actividad económica puede crecer, incluso a muy buen ritmo, con caídas en el crédito. Los años 90 son un buen ejemplo, entre 1989 y 1993 el crédito bancario se contrajo un 11%, mientras que el empleo subió un 2%. Las crisis causan contracción del crédito, pero la inversa no es cierta, depende de la situación financiera de las familias y empresas, si, como ocurre ahora, los dos sectores producen ahorro neto no necesitan el crédito para crecer. La reacción del mercado combina la resistencia a aceptar que los bancos Centrales deben seguir luchando contra la inflación, y ya son casi doce meses de vivir en la negación, con la memoria reciente de la crisis de 2008, pero Silicon Valley Bank (SVB) no es Lehman ni, sobre todo, la situación económica es igual, el flujo de ahorro privado era entonces casi un -10% del Producto Interior Bruto (PIB), ahora es casi el +10%.

**El curioso caso de la enmienda suiza.** La operación de rescate de Credit Suisse, orquestada por el gobierno suizo, ha supuesto un terremoto en el mundo de las obligaciones subordinadas bancarias (AT1 por sus iniciales en inglés). El instrumento es, era, un mecanismo para garantizar la solvencia de los bancos en caso de pérdidas inesperadas. Los inversores no deberían sufrir pérdidas salvo en casos de insolvencia. Las autoridades suizas realizaron la operación mediante un decreto en el que, entre otras cosas, repetían que Credit Suisse era sobradamente solvente de acuerdo con la ley suiza, y que únicamente necesitaba asistencia de liquidez, así que los tenedores de AT1 respiraron aliviados. A las pocas horas, sin embargo, publicaron una enmienda al decreto anterior, autorizando al gobierno a disponer del AT1 para reponer la liquidez que aportaba en la operación. De repente el riesgo del AT1 no es la insolvencia (afortunadamente muy poco frecuente en los bancos) si no las crisis de liquidez (bastante más frecuentes). El perfil de esos instrumentos se ha deteriorado dramáticamente. Es cierto que los bancos emisores (y los brokers que les ayudan a colocar sus emisiones) aseguran que es un caso excepcional, difícilmente repetible, pero en casi todas las acciones que rozan lo inmoral la más difícil de ejecutar es siempre la primera, una vez sentado el precedente la amenaza de una repetición es inevitable.



## Renta Fija

**Renta Fija, esperando tiempos mejores.** La drástica caída en los tipos durante el mes de marzo nos ha devuelto al nivel que teníamos a finales de 2022, así que hemos pasado de la comodidad relativa del mes pasado (que al menos pudimos aprovechar para subir niveles) al tedioso compás de espera que nos acompaña desde hace un año. El mercado de renta fija nos recuerda el viejo refrán de caza "para ser buen cazador, paciencia, reflejos y buen humor".



## Renta Variable

**Renta Variable, imperturbable.** La recesión inminente que descuenta el mercado de renta fija no ha hecho mella en los inversores bursátiles. Es cierto que los sectores más cíclicos han sufrido, especialmente el financiero, pero la tecnología y los sectores defensivos ha permitido que los índices se mantengan. La calidad y estabilidad en resultados siguen siendo los refugios en un mercado poco atractivo.



## Divisas Materias Primas

**El recorte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) le da soporte al petróleo.** Pero refuerza la impresión de que la aceleración de la demanda en China es muy inferior a lo esperado. El dólar se mantiene en un rango estrecho frente al euro (1,05 – 1,10) pese a la reducción en el diferencial de tipos.



## Estrategias Alternativas

**Estrategias alternativas.** Seguimos favorables a las estrategias de arbitraje de renta fija y crédito, y ahora (tras la limpia) en renta variable. Cautos en estrategias de eventos, por los crecientes problemas en el mercado de fusiones y adquisiciones. El mes ha sido especialmente duro para las estrategias sistemáticas.

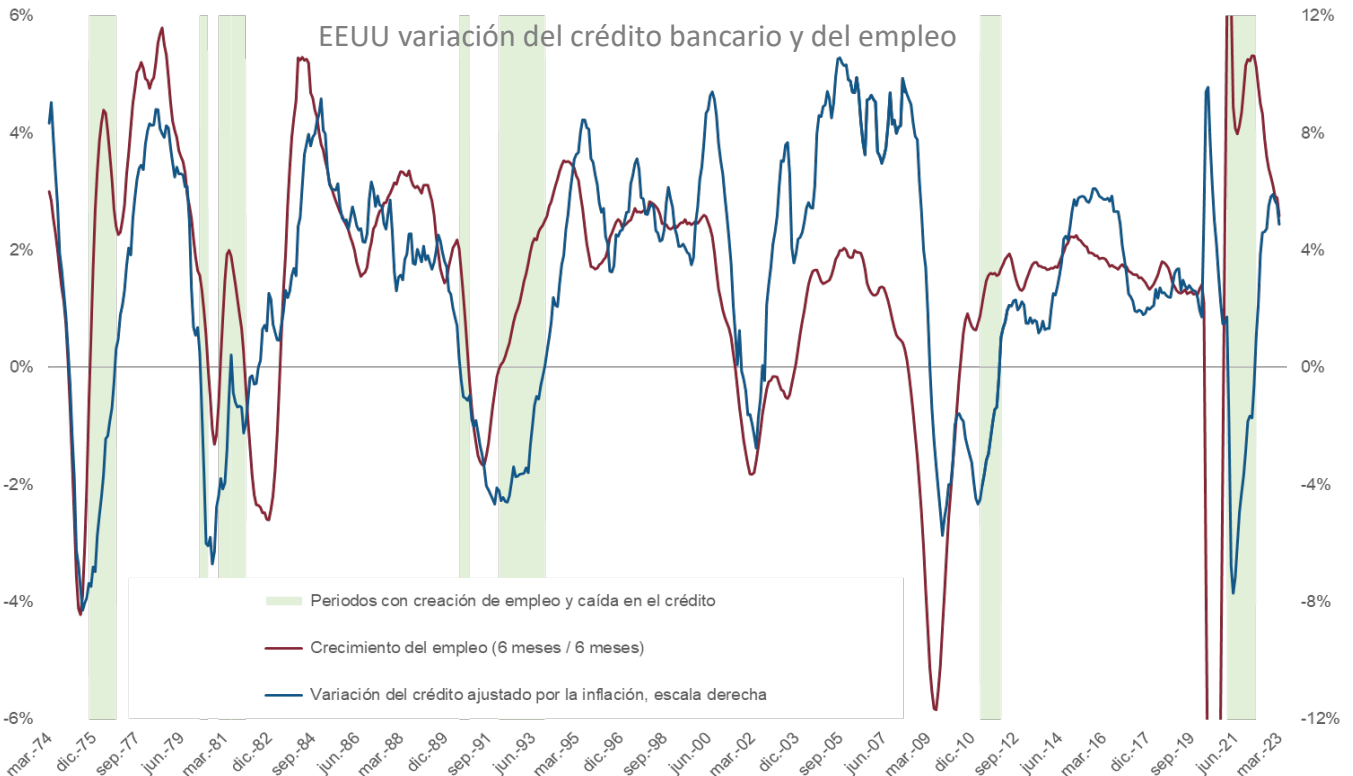
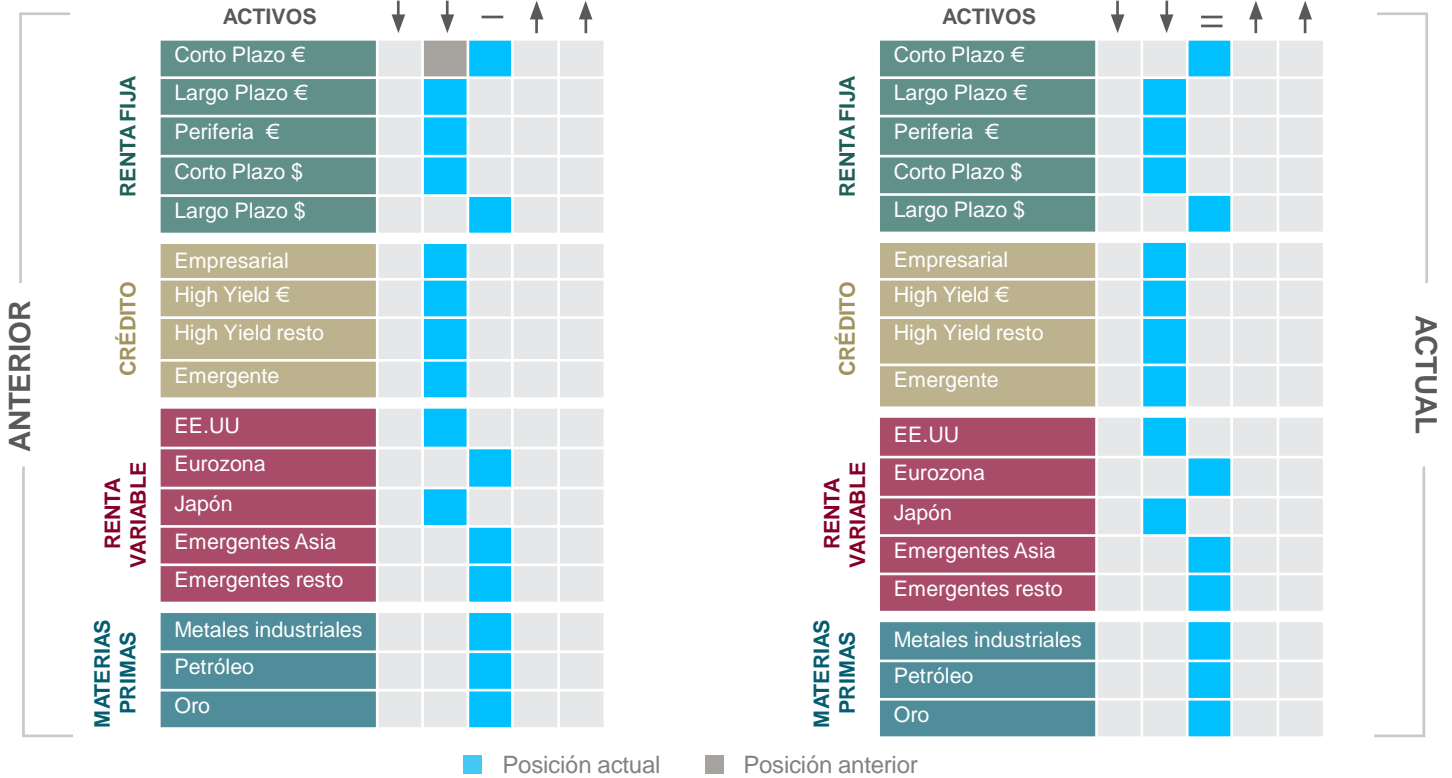


## Asset Allocation

**De nuevo en compás de espera en Renta Fija, aunque la correlación ayuda, igual de incómodos en Renta Variable.** El movimiento en el mercado de Renta Fija nos devuelve al nivel de diciembre de 2022, pero con un rayo de esperanza, la correlación ha vuelto a ser útil (es decir que la volatilidad de una cartera mixta ha sido menor que la de una con el mismo peso en bolsa y liquidez), es poco consuelo, pero algo es algo. En Renta Variable los inversores parecen inmunes a cualquier escenario, si no hay recesión bien, y si la hay también, más que ecuanimidad parece ya apatía.



HOJA DE RUTA



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos 31/03/2023.

**Las crisis económicas causan contracción del crédito, pero la inversa no es cierta.** La caída esperada en el crecimiento del crédito, en torno al 2% a mediados de 2024, ha sido históricamente compatible con crecimientos muy robustos.



HOJA DE RUTA



## *Advertencias legales*

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/s financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo.

Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo.

Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiable, dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el nº15. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U., está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965.