



FONDOS IBERCAJA

**Un nuevo trimestre
pendientes de la
evolución de los tipos
de interés, la banca y
las señales ante una
nueva recesión**

Nº 34. ABRIL 2023



EL BANCO
DEL
Vamos



Evolución de los activos financieros

Marzo 2023 no va a pasar desapercibido en los libros de “historia financiera”. Será recordado como el mes en el que en EE.UU. estallaron las turbulencias de la gran restricción monetaria a la que estamos siendo sometidos, con la quiebra de bancos como *Silicon Valley Bank*, y también con la caída en Europa de un gran banco como es *Credit Suisse*.

Sin embargo, a pesar del ruido tan fuerte que se ha ido trasladando por todo el sector, veremos como en absoluto nos encontramos ante una situación de “crisis financiera sistémica” como la vivida en otras situaciones, como por ejemplo 2008. Por ello es necesario entender las peculiaridades que presentaban estos bancos.

Por lo que respecta a **Silicon Valley Bank**, banco “peculiar” por varias razones:

- ✓ **En cuanto a tipo de cliente:** muy concentrado en “empresas tecnológicas”, cuyos negocios están empezando a sufrir de forma considerable. **Este tipo de cliente es menos fiel** y, además, con importes más elevados, cuyas retiradas pueden desestabilizar el negocio de un banco.

- ✓ **En cuanto a tipo de negocio:** su foco se centraba en captar depósitos de esas tecnológicas, para posteriormente invertirlo en deuda pública y otros activos financieros a muy largo plazo (no dedicaba su activo a la concesión de préstamos).
- ✓ **En cuanto a regulación:** por nivel de activos en balance, se situaba justo por debajo del límite de 250 mil millones de dólares de la Fed para cumplir con los ratios de liquidez y equilibrio de balance, por lo que tenía una regulación más laxa.

¿Cómo se ha desencadenado la quiebra de Silicon Valley Bank? Ha venido por las consecuencias del aumento de tipos de forma tan agresiva por parte de la Fed. Veamos de forma esquemática cómo se han desencadenado los acontecimientos:

1) Se cierra el grifo de liquidez a las empresas tecnológicas que ahora ya no captan tanta liquidez, por lo que empiezan a retirar depósitos del banco.

2) Al mismo tiempo, el valor de los bonos en cartera de desploma por la fuerte subida de tipos.

3) Ante las fuertes salidas de capital, el banco no tiene suficientes reservas y tiene que vender activos.

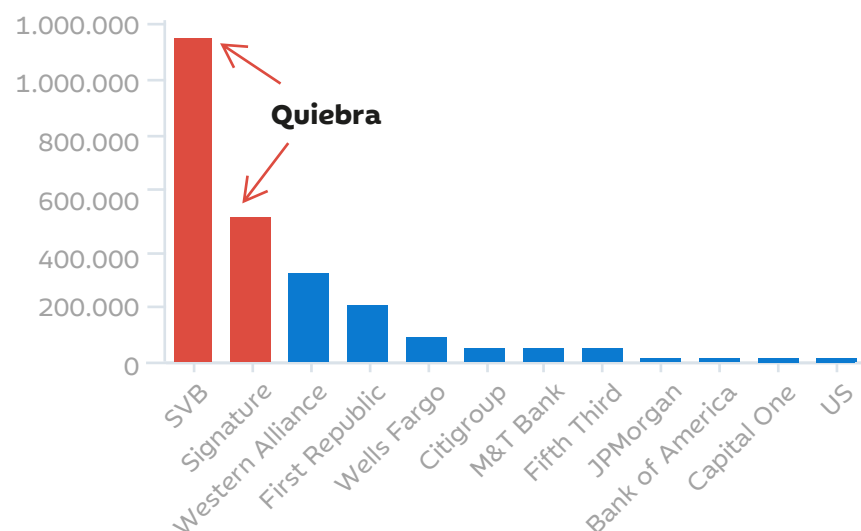
Y así comienza el fin:

- ✓ El banco utiliza todas sus reservas.
- ✓ Vende todos los activos más líquidos y aun con todo no tiene suficiente liquidez.
- ✓ Propone una ampliación de capital, pero los inversores se percatan y no acuden a la ampliación.
- ✓ Desplome bursátil y colapso.

Los días posteriores se produjo la quiebra también de Signature Bank, un banco muy similar al anterior, y el miedo empezó a extenderse al resto de Bancos Regionales norteamericanos. La FED

salió inmediatamente para tratar de estabilizar la situación y sobre todo para proveer de toda la liquidez necesaria al sistema. La gran concentración de clientes y además con volúmenes muy elevados era un signo diferencial de estos bancos.

Tamaño medio depósitos por cuenta



Datos cuarto trimestre de 2022 en \$

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Y finalmente el miedo se trasladó hacia Europa y, como siempre, focalizándose en el eslabón más débil: Credit Suisse.

El Banco llevaba ya arrastrando una serie de problemas de gobernanza desde 2020: varios escándalos en diversas inversiones y deficiencias de control y gestión de riesgos. Esto había provocado una creciente crisis de confianza a lo largo que había provocado una salida masiva de depósitos del banco.

Capitalización de mercado de CREDIT SUISSE 



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

¿Qué ocurrió realmente la semana del 14 al 19 de marzo?

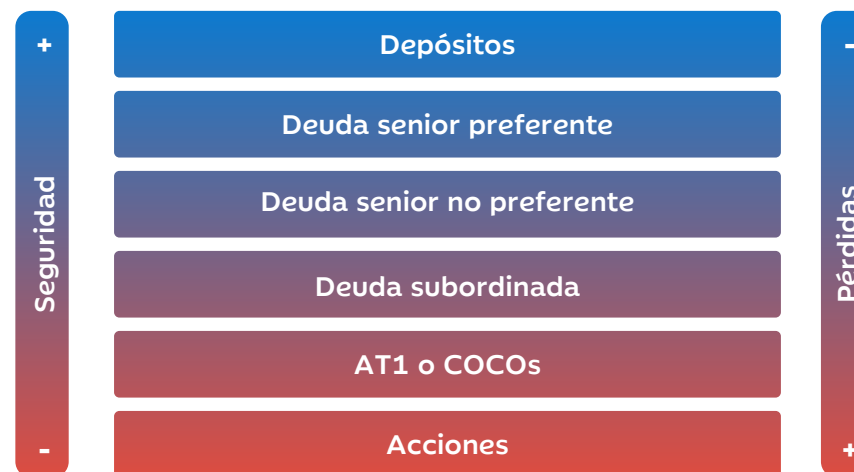
El Banco se esforzó en demostrar que sus ratios de liquidez eran elevados. Sin embargo, el principal accionista de *Credit Suisse*, el *Banco Nacional Saudí*, cuya participación había perdido más de un tercio de valor en menos de tres meses, descartó seguir invirtiendo en el banco suizo en dificultades ya que una participación mayor acarrearía obstáculos regulatorios adicionales. Y así se precipitaron los problemas rápidamente; fuerte castigo en bolsa y también fuerte ampliación en los diferenciales crediticios de los bonos del Banco.

El *Banco Nacional de Suiza* y el regulador bancario actuaron rápidamente declarando que apoyarían con toda la liquidez que fuera necesaria. No obstante, la única solución ya para el banco era o bien una escisión por partes de sus distintas áreas de negocio o bien una fusión.

Finalmente, el otro gran banco suizo *UBS*, después de un intenso fin de semana negociador, el 19 de marzo anuncia la adquisición de *Credit Suisse* por 0,76 CHF por acción o 3.000 millones CHF.

Los detalles de la operación, recibida en principio positivamente por el mercado, revelaban, sin embargo, que los tenedores de AT1 (los famosos Cocos) quedan completamente excluidos de la operación perdiendo totalmente toda su inversión. La operación escapaba del orden tradicional de prelación de acreedores en una quiebra, dónde los últimos en cobrar siempre son los tenedores de acciones.

Jerarquía teórica de acreedores



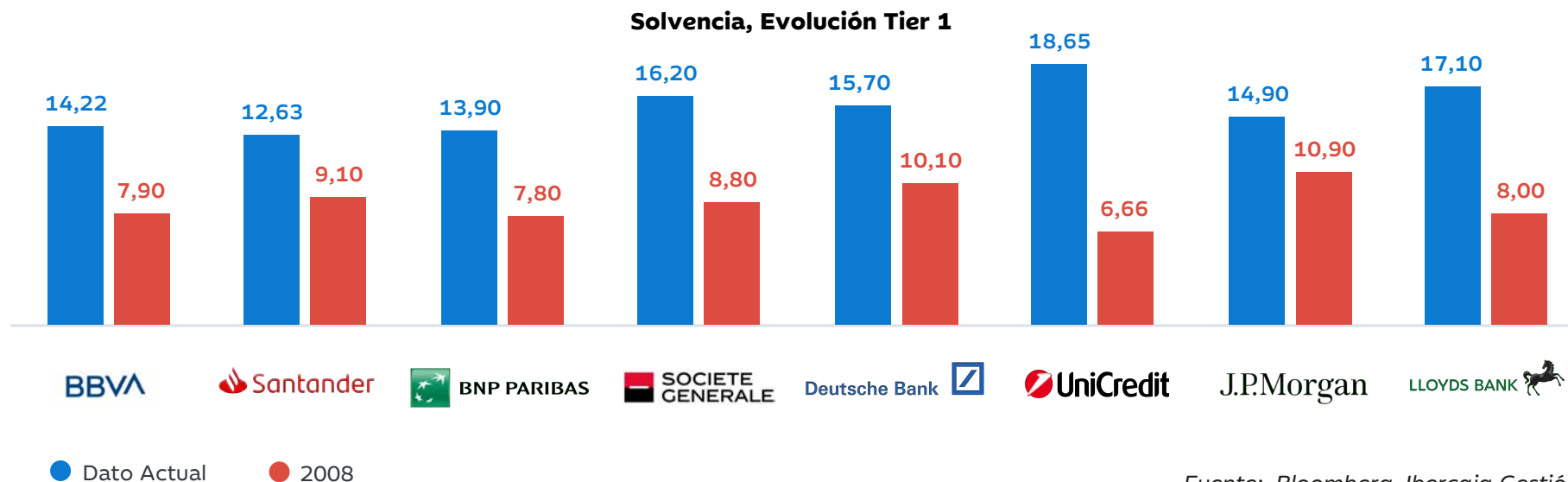
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Este hecho volvió a generar mucha incertidumbre y volatilidad en los mercados y fue necesaria la intervención tanto de las autoridades regulatorias europeas y británicas afirmando que en ambas zonas se sigue siempre la jerarquía tradicional de acreedores. Este punto, marcó un punto de inflexión en la crisis de confianza bancaria que parece se estaba gestando.

En base a un profundo estudio, vemos como **los fundamentales del sector financiero son muy**

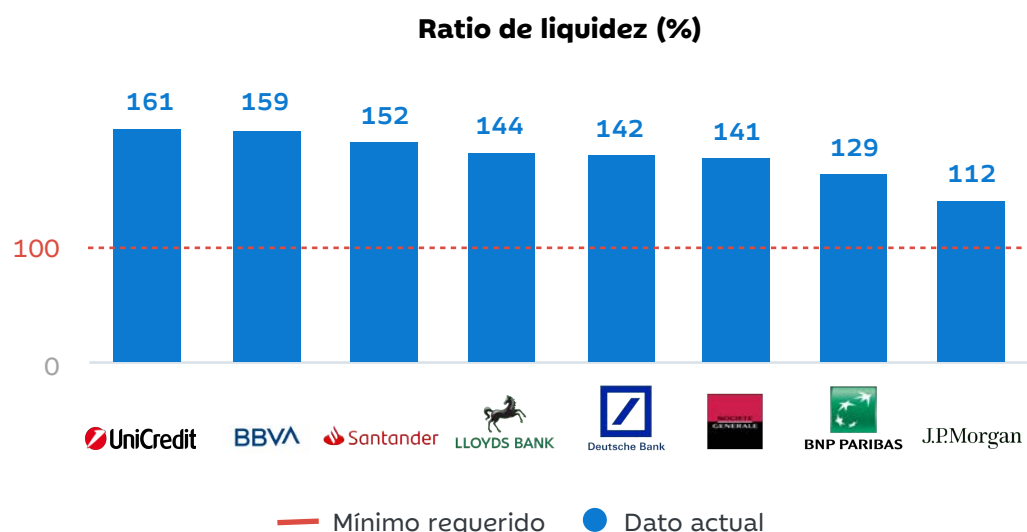
saludables y no tiene nada que ver con la debilidad que pudieran tener en otros momentos de crisis financiera, es por ello que no pensamos se vaya a trasladar al conjunto de la banca. Tres son los focos a detallar:

- 1 Los **ratios de solvencia** medidos a través del ratio de capital Tier 1, ofrecen una seguridad elevada.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

- 2 Los **ratios de liquidez** regulatoria se encuentran también en niveles elevados, por lo que son capaces de afrontar una crisis de confianza fuerte.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

- 3 El grado de concentración de clientes en la banca minorista es muy bajo, con una clientela también más estable, por lo que en estos momentos es la **banca de inversión** la que **muestra un perfil menos estable de financiación**.

¿Qué implicaciones ha tenido en los mercados?

El principal patrón común que hemos observado durante el mes de marzo es que la volatilidad ha vuelto con fuerza a escena.

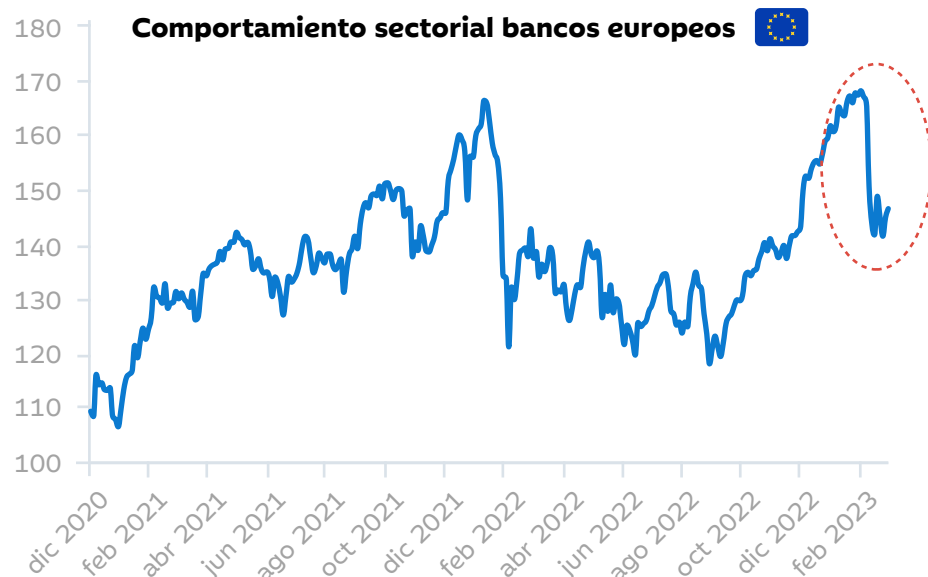
Durante los momentos más álgidos de “crisis financiera” en mercados, la aversión al riesgo se manifestó con fuertes caídas en bolsa, centradas especialmente en los sectoriales de bancos y, por otra parte ampliación de spreads en renta fija privada en el conjunto de emisores del sector, y con mayor intensidad en todos los tramos de menos protección como era la renta fija AT1 y deuda subordinada. Por el contrario, las curvas soberanas actuando como activo refugio ante este escenario de mayor incertidumbre y volatilidad.

No obstante, tanto los Bancos Centrales como los reguladores han tratado de devolver la calma a los mercados aportando toda la liquidez necesaria al sector, así como dando mayor seguridad jurídica al sistema. A cierre de mes se revierte gran parte del movimiento de aversión al riesgo reciente, por lo que parece que los inversores dan un voto de confianza a dichas medidas.

La **renta variable** ha conseguido revertir dicho movimiento en mayor medida que el resto de clases de activo, ya que los principales índices de referencia recuperan, casi en su totalidad, los niveles previos al 6 de marzo (inicio de la crisis). Es importante destacar que esta recuperación ha estado impulsada por sectores de crecimiento, principalmente tecnología, beneficiado de una senda de tipos de interés menos agresiva.

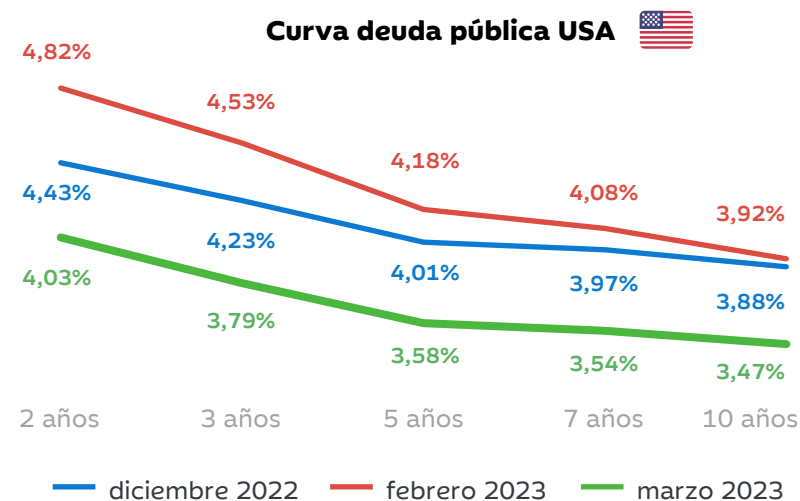
	 EUROPA		 EE.UU	
	Mes	Año	Mes	Año
Índice Renta Variable	-0,7%	7,8%	3,5%	7,0%
Sectores				
Alimentación y Bebidas	4,1%	6,9%	3,0%	-1,2%
Autos	-1,0%	17,3%	0,6%	55,2%
Bancos	-14,1%	3,9%	-19,0%	-13,0%
Cuidado Personal/Lujo	3,8%	14,3%	6,3%	-1,2%
Industriales	0,7%	12,2%	0,1%	2,5%
Inmobiliario	-12,2%	-5,4%	-1,9%	1,2%
Mat. y Construcción	-1,1%	15,0%	-2,9%	-1,0%
Media	0,6%	12,2%	12,1%	23,9%
Ocio	2,0%	19,2%	-2,4%	-12,0%
Petróleo y Gas	-6,6%	-2,2%	-0,5%	-5,6%
Recursos Básicos	-5,4%	-5,1%	-0,8%	9,9%
Retail	-1,3%	21,7%	3,7%	8,6%
Salud	3,1%	3,4%	2,1%	-4,7%
Seguros	-5,5%	0,9%	-6,2%	-5,6%
Tecnología	5,7%	20,6%	10,6%	23,2%
Telecos	1,4%	14,4%	10,4%	20,2%
Utilites	3,7%	6,8%	4,6%	-4,0%

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

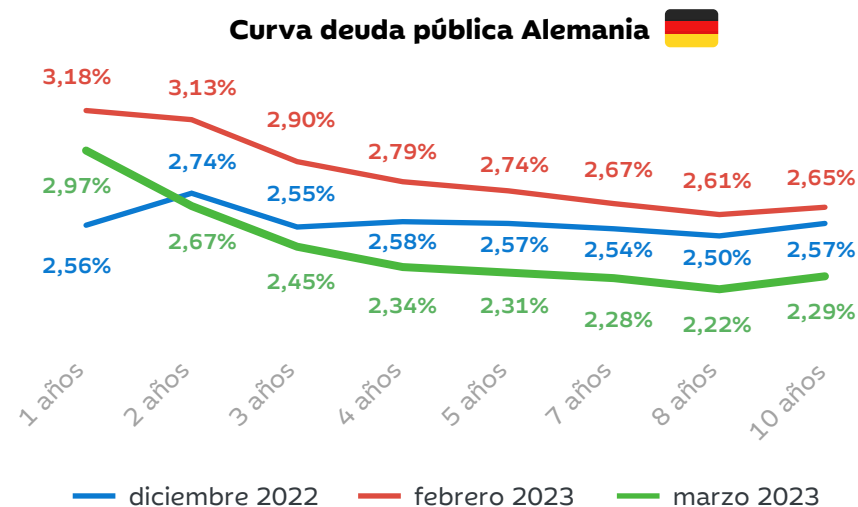


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

En cuanto a las curvas de tipos de interés, la calma también continúa instaurándose en los mercados de renta fija. Tras las semanas de elevada volatilidad consecuencia de las dudas sobre el sector financiero a ambos lados del Atlántico, los tipos de interés terminan el mes revirtiendo parte del movimiento reciente, los diferenciales periféricos se reducen ligeramente, los spreads de crédito se normalizan al final de mes, mientras el crédito financiero, incluyendo también deuda subordinada, recupera parte del terreno perdido durante el mes.

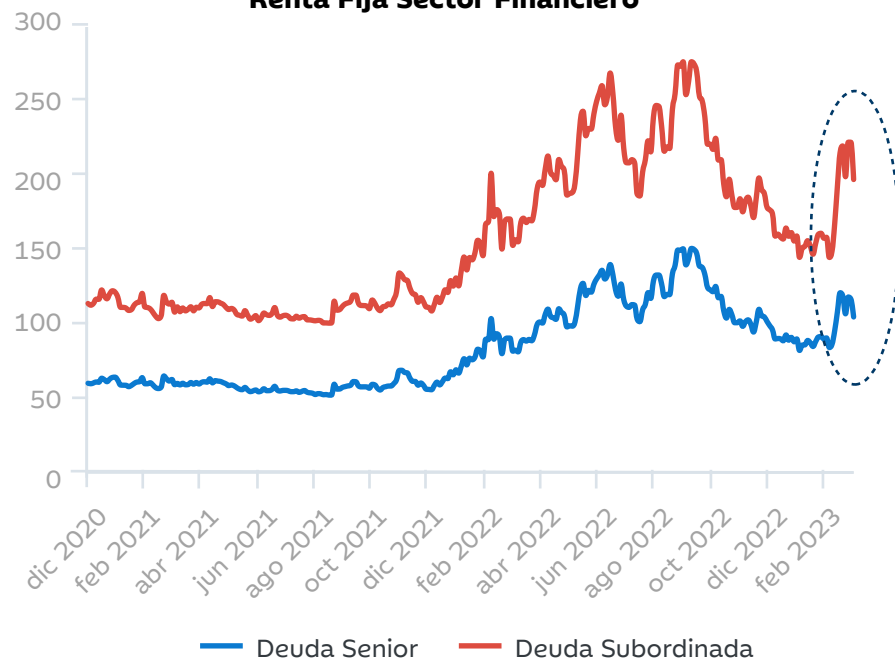


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Renta Fija Sector Financiero

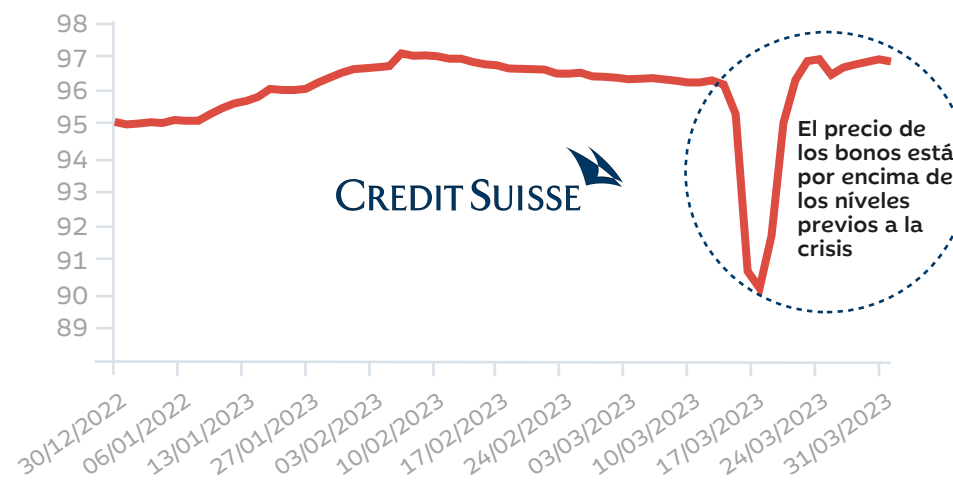


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Por último, queremos mostrar la evolución de los bonos de *Credit Suisse* en mercado. La totalidad de los bonos de *Credit Suisse* cotizan actualmente por encima de los niveles previos al estallido de la crisis, convergiendo sus rentabilidades hacia los bonos de *UBS*, ya que al final con los términos de la fusión, ambos riesgos deberían igualarse.

Asimismo, vemos como el balance durante el mes ha sido positivo para los distintos índices de renta fija: por una parte, el efecto curva de tipos de

Evolución precio bono Credit Suisse Vencimiento mayo 2024



interés ha servido de amortiguador ante las ampliaciones de diferenciales de crédito y, por otra parte, el nivel más alto de partida de tipos ejerce ya un colchón importante ante repuntes de tipos de interés.

Tabla de rentabilidades de índices de Renta Fija

	Mes	Año
Deuda Pública corto plazo EUR	1,0%	0,7%
Deuda Pública largo plazo EUR	2,7%	2,8%
Crédito Grado de Inversión EUR	1,0%	1,6%
Crédito Alto Rendimiento EUR	-0,4%	2,7%
Renta Fija Emergente USD	1,7%	2,1%

Fuente: Factset, Ibercaja Gestión



Perspectivas económicas a tener en cuenta

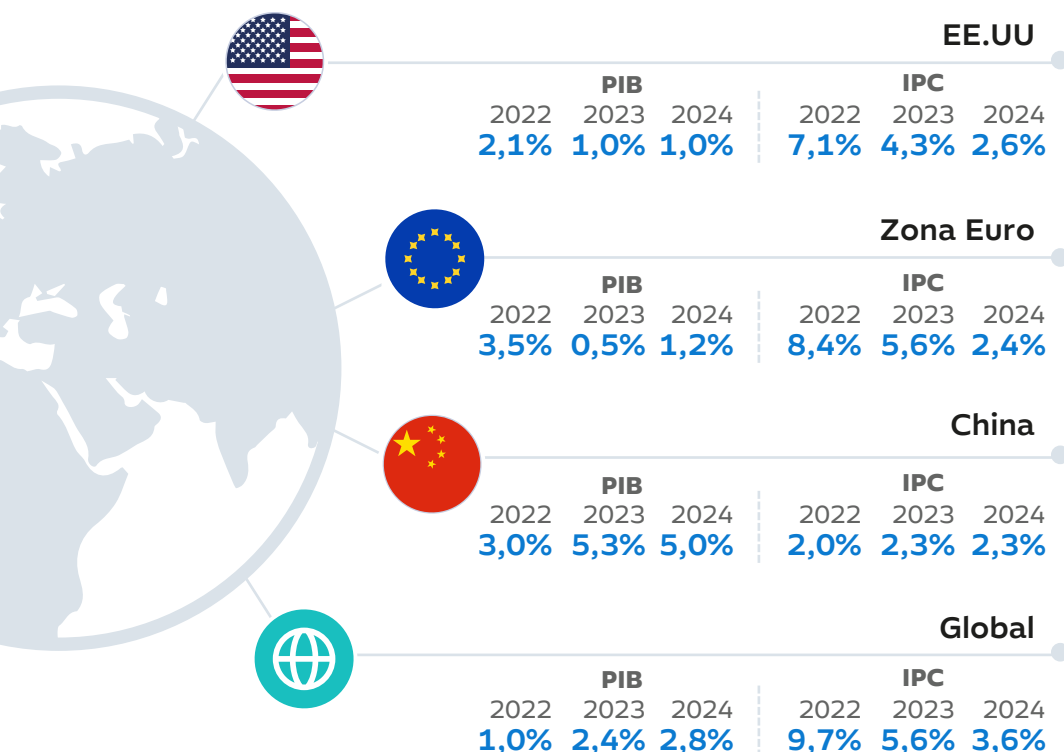
La reciente volatilidad en el sector bancario nos ha recordado las consecuencias de la fuerte restricción monetaria en la que estamos inmersos. Los inversores se preguntarán qué pasará después, y creemos que la atención comenzará a desviarse a partir de ahora hacia el deterioro de los fundamentales, hacia el riesgo de unas menores tasas de crecimiento económico, junto al actual entorno inflacionista. Todo ello, pone a los Bancos Centrales de nuevo con mayor presión.

1. Datos de actividad económica

Partiendo de nuestro escenario central, en el que descartamos cualquier tipo de crisis financiera, pero en el que sí asumimos que las dudas sobre los bancos pueden continuar, estimamos que los riesgos a la baja de la actividad económica seguirán por:

- ✓ el impacto de una actividad económica más restrictiva sobre el consumo.
- ✓ un sentimiento más débil.
- ✓ los bancos reduciendo la oferta de crédito.

Estimaciones PIB e IPC



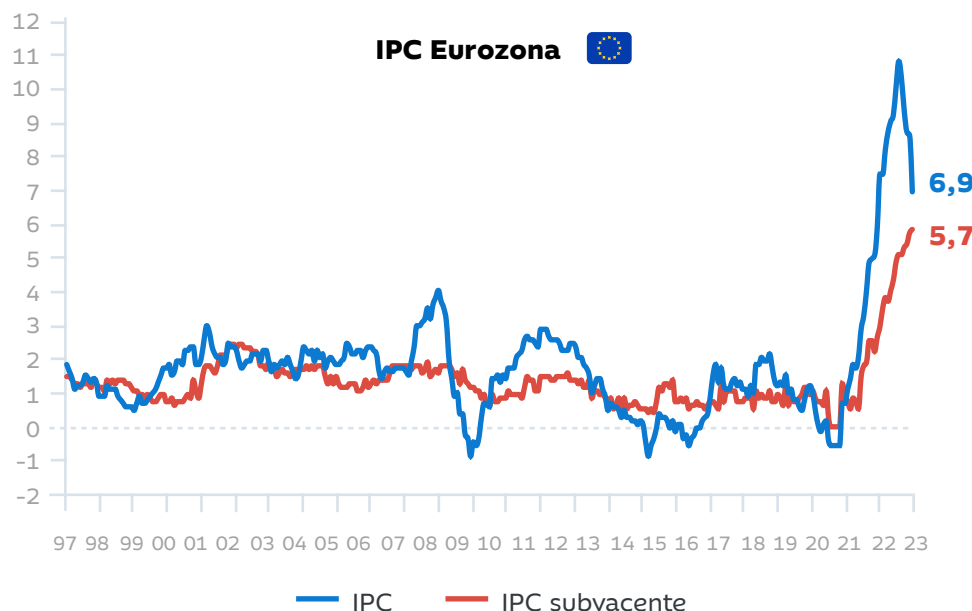
Fuente: Consenso Analistas, Ibercaja Gestión

La principal conclusión que vemos es que **el impacto de deterioro de la actividad se produce en mayor cuantía en la segunda mitad de 2023 y se arrastra durante 2024**. Los buenos datos del 1T23 evitarían que el desempeño en 2023 sea peor de lo estimado, pero en 2024 se sufrirán más efectos tardíos en la actividad económica.

2. Datos de inflación

A pesar de poder ver un impacto más temprano sobre la actividad, las presiones desinflacionistas no serían demasiado evidentes en el corto plazo. La inflación se mantendrá en niveles altos durante el 2023, remarcando ese carácter más persistente de lo esperado que están reflejando los últimos datos, tal y como vemos en el gráfico con los últimos datos conocidos de inflación para el mes de marzo en la Zona Euro.

En 2024 y 2025, sí veremos una vuelta más rápida a niveles cercanos a los objetivos de inflación de los bancos centrales.

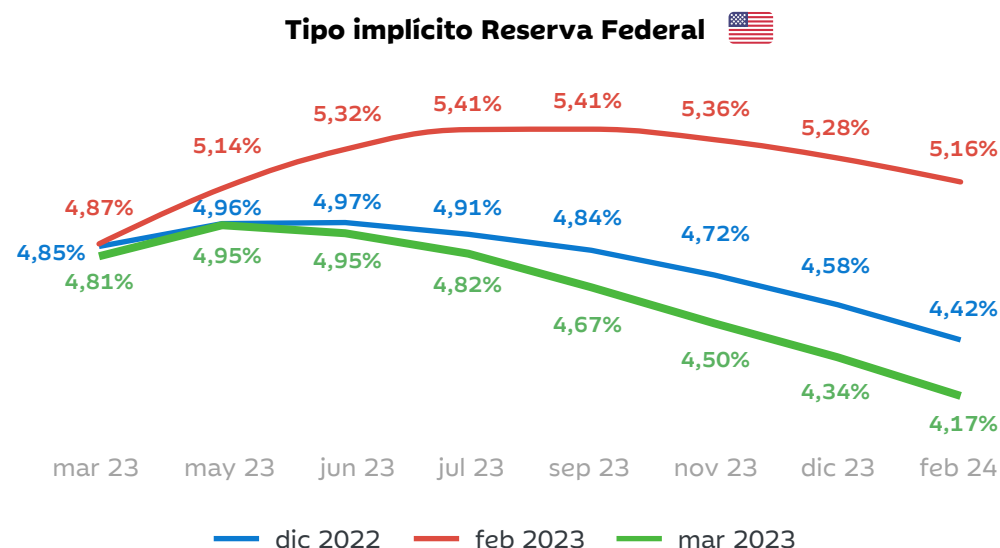


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

3. Bancos Centrales

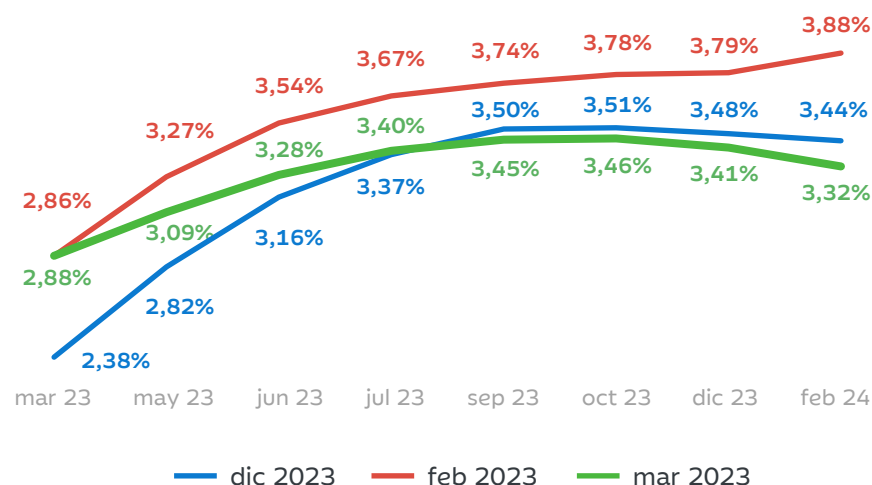
Los Bancos Centrales se encuentran de nuevo en el punto de mira. La excesiva restricción monetaria llevada a cabo está impactando de lleno en la economía, por lo que las autoridades monetarias deben realizar un balance adecuado entre el mix crecimiento económico e inflación.

Las expectativas de actuación por parte de la Fed y del BCE se han relajado de forma considerable a lo largo de este último mes, poniendo de manifiesto que gran parte del trabajo de los Bancos Centrales ya está hecho, como habíamos anticipado a principio de año, incluso las expectativas son de que en la segunda mitad del año ya pudiéramos tener recortes por parte de la Fed, aspecto sobre el cual nos mostramos algo más escépticos.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Tipo implícito BCE



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

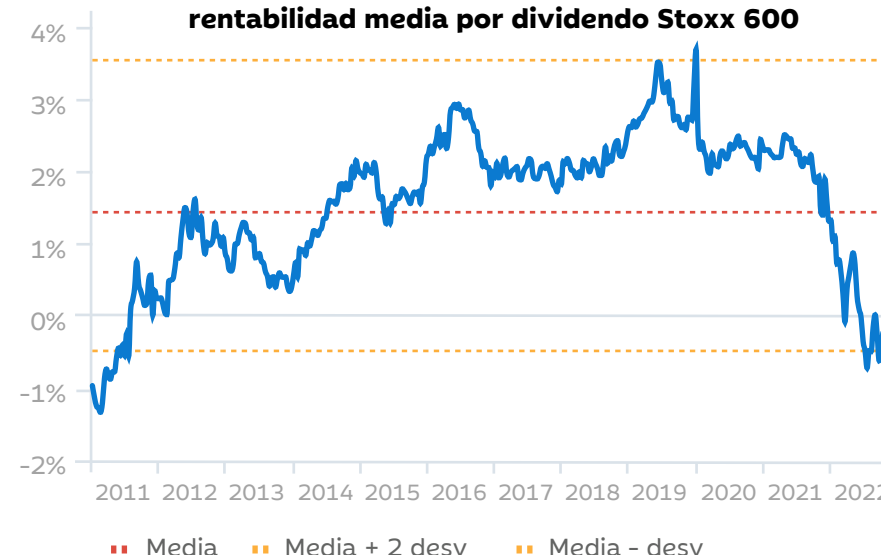
Con estos tres puntos sobre nuestro radar, nuestro mapa de actuación se basa en dos aspectos fundamentales:

Renta Fija:

- ✓ Seguimos viendo valor tanto en curvas soberanas, como en renta fija privada de alta calidad.

- ✓ El techo de las curvas de tipos de interés, ya lo hemos alcanzado, aunque podemos movernos en un rango de consolidación a lo largo de los próximos meses.
- ✓ Por valoración, el diferencial de rentabilidad entre la rentabilidad por dividendo de la bolsa europea y la TIR de un bono europeo grado de inversión, sigue siendo muy favorable a la renta fija privada.

Diferencia rentabilidad cartera bonos renta fija y rentabilidad media por dividendo Stoxx 600

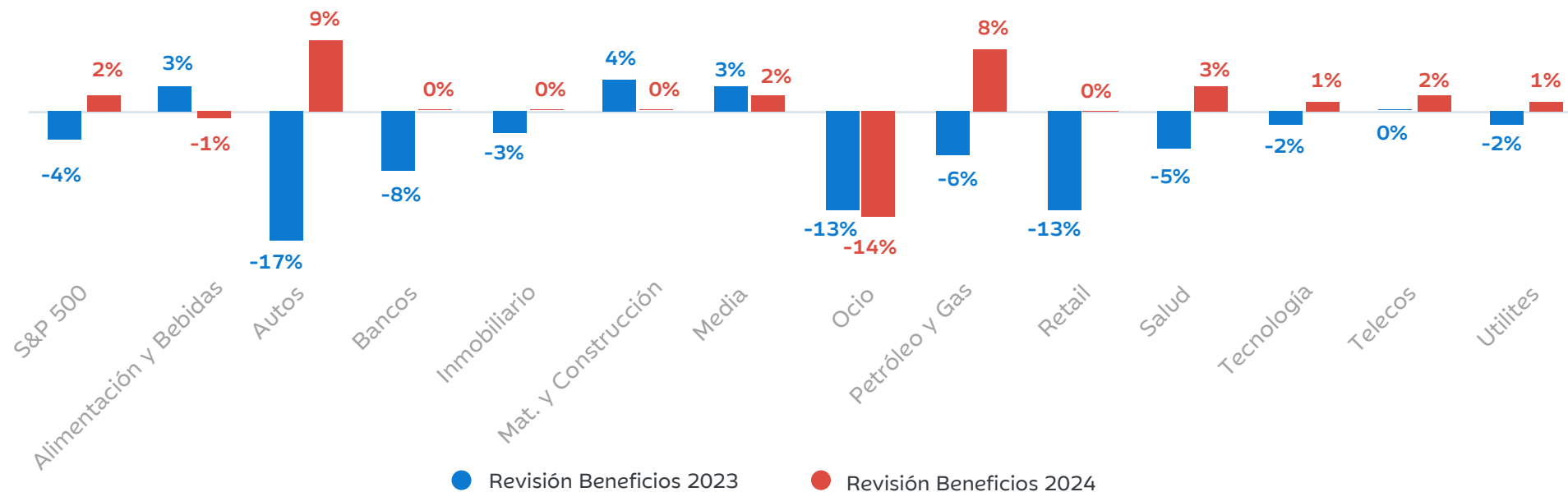


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Renta Variable:

En el contexto actual, pensamos que a partir de ahora va a primar el crecimiento económico, y, por tanto es crucial ir viendo las revisiones de beneficios que se pueden ir produciendo en los distintos sectores. En este contexto, nuestro sesgo principal para los próximos meses va a ser primar la

generación de beneficios. En este sentido sanidad y consumo básico, van a seguir sobresaliendo entre nuestras apuestas. Por otra parte, podríamos empezar a ver revisiones a la baja en sectores como el financiero; a pesar del entorno de tipos de interés, la mayor contracción del crédito podría limitar su negocio.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Conoce nuestro posicionamiento

		Perspectivas	Variación	A tener en cuenta
Renta Fija		+	→	Continuamos viendo oportunidades atractivas tanto en soberano periférico como en crédito de buena calidad.
Deuda Pública		+ +	→	Oportunidades en la parte corta de las curvas de gobiernos europeos.
Renta Fija Privada				
Grado de inversión		+	→	Inversión en compañías de calidad con mayor resistencia a la recesión económica.
Baja calidad crediticia		N	→	Cautos a largo plazo por la subida de tipos de interés y la recesión.
Renta Variable		N	→	Las incertidumbres macroeconómicas, el tensionamiento de condiciones financieras y desaceleración en el crecimiento de beneficios esperados para el año que viene nos hacen ser cautos.
EE.UU		N	→	La sobrevaloración del mercado americano en relativo, la contracción de sus beneficios empresariales y una Fed restrictiva nos llevan a no ser agresivos.
Europa		N	→	Mercado atractivo por valoración . Su economía se beneficia en mayor medida de la reapertura del comercio internacional y de la bajada de los precios de la energía.
Emergentes		N	→	China se recupera antes de lo esperado y de manera mas fuerte. Brasil vive bajadas de inflación.

Perspectivas:

Más negativa

--

-

N

+

++

Más positiva

Variación:

↑ Mejora

→ Se mantiene

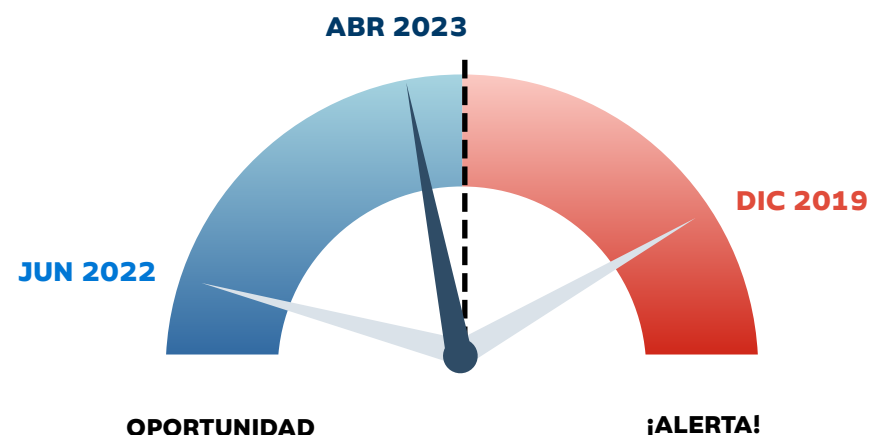
↓ Empeora

Las dudas sobre el sistema financiero nos han llevado a vivir momentos fuertes de incertidumbre a lo largo del mes de marzo, superando el índice VIX de volatilidad el nivel de 30 considerado ya como un indicativo claro de un fuerte stress de mercado. No obstante, las distintas intervenciones de los Bancos Centrales y también de los reguladores bancarios parece que han devuelto la confianza de forma parcial a los inversores revirtiendo de forma parcial los movimientos de mercado.

Destacamos los siguientes aspectos:

- ✓ En cuanto a **sentimiento de mercado**, el sentimiento ha vuelto a niveles más deprimidos, mostrando una mayor desconfianza del entorno.
- ✓ Los **flujos de inversión** son escasos, el fuerte movimiento de aversión al riesgo, ha expulsado a inversores del mercado.
- ✓ En cuanto a **posicionamiento**: la exposición es más baja y también con un excesivo sesgo hacia posiciones más defensivas.

- ✓ Por último, **los indicadores de mercado** muestran una cierta relajación especialmente mercado americano, señalando rangos estrechos de cotización, todavía sin una dirección consistente larga.



Elaboración propia Ibercaja Gestión

El indicador nos va dando señales para horizontes temporales cortos en base a esos 4 ratios: *cuánto más pesimista es el indicador, más clara es la oportunidad de compra*. Por el contrario, *señales de euforia o complacencia excesiva del mercado, suelen ser muy buenos niveles de venta o reducción de posiciones*.

Aviso Legal

El presente documento tiene una finalidad meramente informativa, y ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciban. Por tanto, la información contenida en el presente documento no constituye asesoramiento en materia de inversiones ni debe entenderse como recomendación, consejo o sugerencia de estrategia de inversión y no deberá ser interpretado en ningún caso como una oferta de venta o de compra de valores o de instrumentos financieros relacionados, ni de realización de operaciones financieras por parte de Ibercaja.

Cualquier decisión de inversión, desinversión o cualquier otra estrategia que se adopte en relación con instrumentos financieros que se citen en este documento serán por decisión propia y bajo la exclusiva responsabilidad del inversor, y en consecuencia Ibercaja no se hará responsable, en ningún caso, de las pérdidas que se pudiesen realizar en tales casos.

El presente documento se ha elaborado a través de fuentes externas de información, cuyo origen, veracidad y exactitud no han sido verificados por Ibercaja. Asimismo, y por esa misma razón, las informaciones y opiniones aquí publicadas no deben considerarse como exactas y totalmente ciertas, estando sujetas a posibles cambios sin notificación previa y sin que Ibercaja esté obligada a actualizar o modificar este documento, aunque las circunstancias de mercado cambiasen dichas opiniones o informaciones.

Este documento tiene carácter confidencial, por lo que no podrá ser distribuido, reproducido o publicado sin la autorización expresa de Ibercaja.



Mejor Gestora de Renta Fija
Finalista Mejor Gestora Nacional
Finalista Mejor Gestora Asset Allocation
Finalista Mejor Fondo Solidario, Ibercaja Sostenible y Solidario



Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable Global, Ibercaja Bolsa USA
Finalista Mejor Gestora de Fondos de Pensiones

EL BANCO DEL *vamos*