

# ANCHOR

Investment Strategies

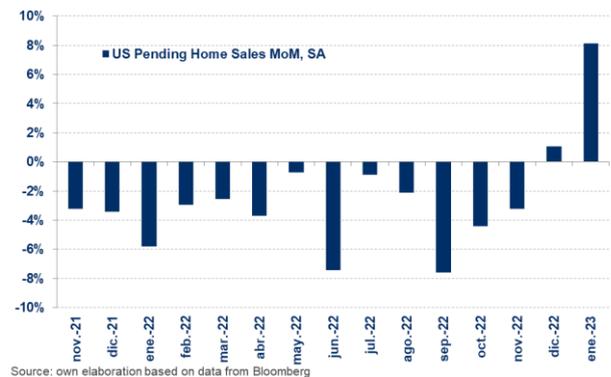
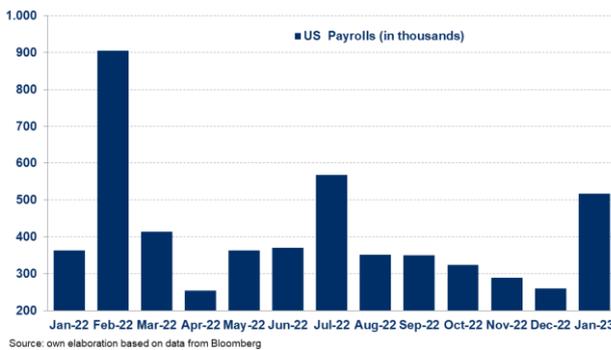
02/03/2023

**Carta mensual macro marzo 2023**

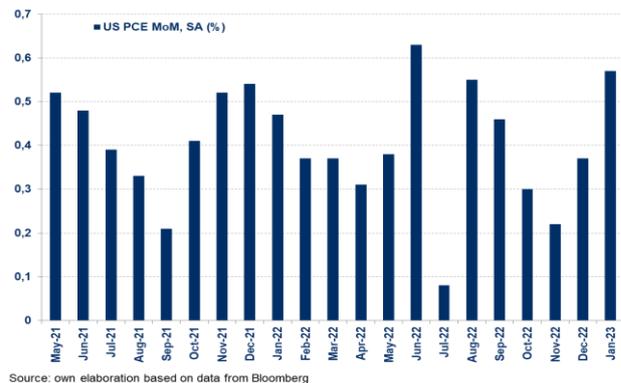
## Resumen Ejecutivo

*Si nos fijamos exclusivamente en los datos de actividad y precios en EE. UU. correspondientes al mes de enero y los proyectamos hacia delante, la conclusión tendría que ser que la economía americana ha iniciado un proceso de reaceleración que hará muy difícil contener las presiones inflacionistas sin una actitud muy agresiva por parte de la Fed. Nosotros creemos, sin embargo, que hay razones para pensar que parte de lo visto en EE. UU. durante el primer mes del ejercicio podría tener carácter transitorio. Primero, porque los cambios en los patrones estacionales tras la pandemia podrían haber sesgado al alza los datos de actividad y precios en enero. Segundo, porque unas temperaturas más altas de lo normal al inicio del año también han podido favorecer de forma temporal actividades en ciertos segmentos del sector servicios como puede ser la restauración. Y tercero, y más importante, porque es muy posible que la fortaleza que ha mostrado la economía americana en las primeras semanas de 2023 se haya podido deber también a la suavización (hoy revertida) de las condiciones financieras que se produjo entre los meses de noviembre y enero (a modo de ejemplo, la rentabilidad del bono estadounidense a 10 años llegó a caer por debajo del 3,40% en el período indicado; sin embargo, a finales de febrero, esa rentabilidad vuelve a estar cerca del 4%). ¿Qué esperamos entonces para EE. UU. en los próximos trimestres? Pues, siempre que las condiciones financieras se mantengan en niveles de tensión parecidos a los actuales, lo más probable en nuestra opinión es que la economía americana retome la senda del aterrizaje suave que pareció iniciar en la última parte de 2022, con un crecimiento económico que debería situarse por debajo del potencial (pero sin recesión) y con unas presiones de salarios y precios progresivamente a la baja. En el caso de la Eurozona, lo que esperamos es algo parecido a lo que se acaba de señalar para EE. UU.: en la medida en que las condiciones financieras se mantengan en territorio razonablemente restrictivo (y un 10y alemán por encima del 2,5/2,7% nos parece compatible con eso), creemos que, quizás a partir de marzo/abril, la inflación subyacente comenzará una senda de moderación progresiva, con un crecimiento económico que en el conjunto de 2023 será posiblemente bajito pero positivo. Por lo demás, como se ha señalado en versiones anteriores de esta carta, seguimos bastante esperanzados con lo que puede ser el crecimiento económico tanto en China como en el sudeste asiático durante 2023. ¿Y qué pasa con los riesgos? En el apartado de cosas que pueden ir mal, estaremos atentos especialmente a dos cosas. La primera, a eventuales signos de que las presiones inflacionistas tardan más en moderar de lo que nosotros esperamos. La segunda, a posibles complicaciones del escenario en la guerra de Ucrania.*

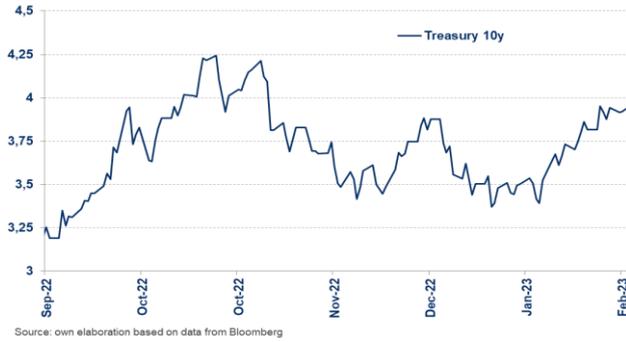
En **EE. UU.**, la mayoría de la información macro correspondiente al mes de enero apunta a una renovada **fortaleza de la actividad económica...**



... que además se estaría viendo acompañada de una **cierta reactivación de las presiones de precios:**



Como se ha señalado en el resumen inicial, creemos que es posible que parte del dinamismo visto en enero en la economía americana se demuestre temporal, entre otras cosas porque a lo largo del mes de febrero se ha producido un **tensionamiento significativo de las condiciones financieras:**

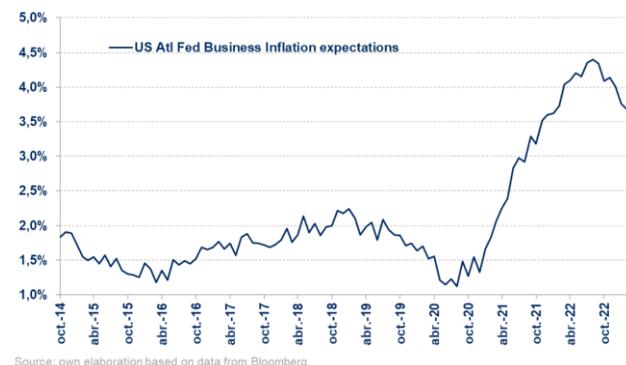


De hecho, y quizás como primera señal de que en febrero/marzo podemos ver una cierta moderación de los datos de actividad en Estados Unidos, los datos de **solicitudes de hipoteca para compra de vivienda** de las últimas dos semanas estarían mostrando que el sector inmobiliario vuelve a notar unas condiciones financieras otra vez más tensas.

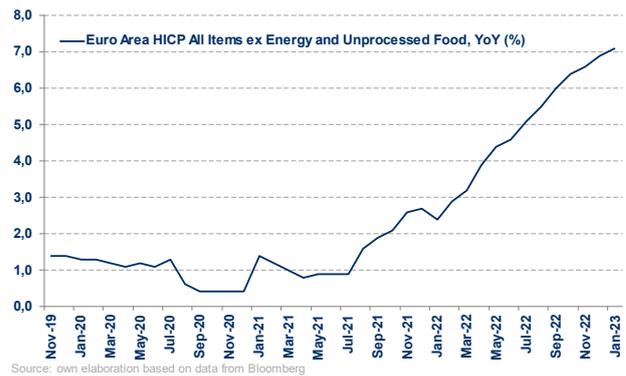
Así las cosas, seguimos pensando que (en la medida en que la curva de tipos se mantenga en niveles parecidos a los de finales de febrero) el escenario más probable para la economía americana sigue siendo el de **aterrizaje suave**, con una Fed que subiría los tipos una o dos veces más y los mantendría en ese nivel hasta que vea evidencias claras de que la inflación subyacente camina de forma creíble hasta la tasa objetivo del 2%.

Como apoyo al escenario comentado, el hecho de que las **expectativas de inflación de medio y largo plazo** sigan bien ancladas nos parece un elemento clave que diferencia el actual período inflacionista de otros similares que se han dado en diversos momentos de la historia y en los que fue muy difícil para la Fed controlar los precios sin provocar una recesión.

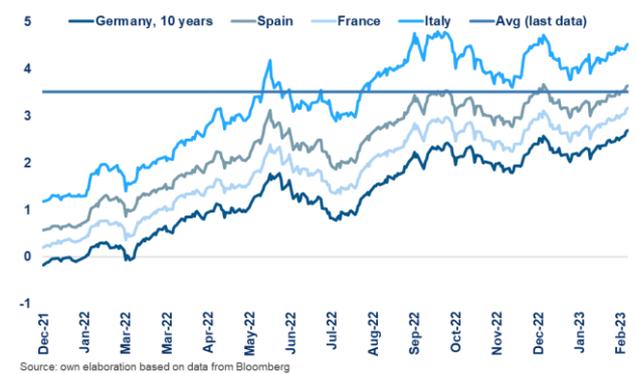
En este mismo sentido, nos parece muy positivo comprobar que las **expectativas de inflación a corto plazo** también han caminado en la senda correcta en el período reciente:



En el **Área euro**, en parte porque el BCE fue mucho más lento y dubitativo que la Fed a la hora de endurecer su política monetaria, todavía no se aprecia señal alguna de moderación de precios y salarios:



Sin embargo, resulta innegable que el cambio de actitud por parte del BCE desde el pasado diciembre está logrando tensar de un modo significativo **las condiciones financieras** en el conjunto de la Eurozona:



Mirando hacia adelante, y aunque es muy difícil saberlo con exactitud, un **terminal rate** en el entorno del 3,5% para la tasa depósito nos parece en principio suficiente para conseguir que, quizás a partir de los meses de marzo o abril, la inflación subyacente pueda empezar a moderar también a este lado del Atlántico.



En cuanto a **China y el Sudeste asiático**, nada que añadir a lo ya dicho en meses pasados: seguimos optimistas con lo que puede ser el comportamiento macro de esta región a lo largo de 2023.



Por otra parte, también habrá que seguir prestando mucha atención a los riesgos “no económicos”. Y, en esta parte, los que a nosotros más nos preocupan serían en principio los siguientes: posibles acciones desesperadas por parte de Putin, como por ejemplo intentar sabotear el suministro energético hacia Europa procedente de países terceros; potencial paso en falso de China, en el sentido de que un eventual apoyo excesivo a Rusia por parte del gigante asiático pudiera desembocar en la aplicación de sanciones; resolución “no amigable” del debate sobre el techo de deuda en Estados Unidos...

Por lo demás, y por la parte de los **riesgos**, creemos que hay que estar especialmente atentos a los siguientes. Por un lado, y aunque a todos nos gustaría saber a ciencia cierta cuál es el nivel exacto de los tipos neutrales y cómo de por encima de esos tipos neutrales (y durante cuánto tiempo) van a tenerse que ir los bancos centrales para controlar la inflación, lo cierto es que eso no es posible. Así las cosas, en el caso de EE. UU., lo que nos estamos esperando, como se ha señalado más arriba, es una moderación de los datos de actividad de febrero/marzo en comparación con los de enero. Si, por el contrario, esa moderación no se produce, tendríamos que revisar nuestras estimaciones sobre cuánto más va a tener que subir tipos la Fed para controlar la inflación.

Al mismo tiempo, en el caso de la Eurozona y por razones similares a lo dicho para EE. UU., tendremos que estar especialmente atentos a que los salarios no aceleren mucho más allá del 4-4,5% de crecimiento anual que nosotros tenemos como escenario central. ¿Por qué? Porque crecimientos muy por encima de esas tasas que se acaban de indicar generarían muy probablemente efectos de segunda ronda nocivos, que darían aún más persistencia a la inflación europea y obligarían al BCE a aumentar los tipos más de lo que pensamos.

## Visión de mercado

Por el lado de los **mercados**, nuestra visión puede resumirse en lo siguiente:

**Renta fija de gobierno:** nos parece que las curvas en EE. UU. y Europa están en precio, hasta el punto de que, por primera vez en mucho tiempo (y con el 10y americano por encima del 3,90% y el alemán por encima del 2,60% en el momento de escribir estas líneas), nos empieza a parecer que tener algo de posición en los tramos largos podría ser una buena idea como protección ante posibles *shocks* negativos que pudieran producirse en los próximos meses. En Japón, por el contrario, seguimos viendo riesgos significativos al alza en la rentabilidad del bono a 10y. En particular, continuamos pensando que el BOJ se verá obligado a flexibilizar de nuevo en los próximos meses su política de control de curva, sobre todo si los salarios comienzan a crecer por encima del 3% a partir de la primavera (algo, esto último, que parece crecientemente probable, y que sería aún más significativo si ese crecimiento no se concentra sólo en las grandes compañías, sino que se extiende también a las PYMEs).

**Crédito:** nos sigue gustando la renta fija corporativa porque en nuestro escenario macro central las tasas de *default* no deberían de aumentar mucho. En todo caso, dada la caída de *spreads* que se viene produciendo en los últimos meses, cada vez vemos más razones para combinar este activo con exposiciones a deuda pública

emergente en divisa local en países con buen desempeño macro e instituciones creíbles.

**Renta variable:** pese a que la corrección vista en febrero en el *equity* americano ha disminuido en nuestra opinión los síntomas de sobrevaloración en ese mercado, continuamos prefiriendo la renta variable europea y asiática a la estadounidense. Al mismo tiempo, la resistencia que está mostrando la actividad económica en Europa y EE. UU. nos hace pensar que los tipos de interés van a permanecer altos durante bastante tiempo. En ese sentido, no apostaríamos por tener un peso excesivo en *growth* (aunque sí quizás se puede tener una cierta exposición al segmento de pequeñas compañías en EE. UU. y Europa, que ofrece unas valoraciones atractivas en términos relativos y que podría hacerlo bien en nuestro escenario de aterrizaje suave).

**Divisas:** niveles del dólar en el entorno de 1,10 (o incluso mejor 1,12, si es que llega) nos parecen atractivos para hacer de esta divisa una buena cobertura para inversores en euros. En ese mismo sentido, y si se observa suficiente dinamismo salarial en Japón en las próximas semanas, el yen también puede ser una buena posición de protección para lo que queda de ejercicio. Por lo demás, y si se confirma nuestro escenario de aterrizaje suave en EE. UU., nos gustan las divisas emergentes de países con buena gobernanza macro.

Documento elaborado por AMCHOR Investment Strategies SGIIC, S.A. ("AMCHOR IS") autorizada y supervisada por la CNMV, registro número 273 con domicilio social en Calle Velázquez Nº 166 28002 Madrid. El presente Documento se facilita al destinatario para uso interno y exclusivo. El perfil del destinatario es el de un inversor profesional, de conformidad con la normativa española aplicable. Ni el presente Documento ni la información en él contenida forman parte de una campaña publicitaria o promocional de suscripción de participaciones de IICs ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión, teniendo los datos proporcionados carácter meramente informativo. Dicha información podrá modificarse sin previo aviso. El destinatario es conocedor que la información del Documento puede referirse a productos financieros no registrados en la CNMV y, por tanto, no autorizados para su comercialización en España. Esta información se ha extraído de fuentes públicas que AMCHOR IS considera fiables y no se responsabiliza de su veracidad o exactitud. Está terminantemente prohibida cualquier distribución o reproducción, parcial o completa por cualquier medio de este material sin el consentimiento previo por escrito de AMCHOR IS. El inversor debe tener en cuenta que el mercado financiero es fluctuante y que, como tal, está sujeto a variaciones El precio de las inversiones (las cuales podrían cotizar en mercados ilíquidos) podría variar y el inversor podría no recuperar la cantidad inicialmente invertida. Las cifras contenidas se refieren al pasado. Los rendimientos pasados no son un indicador fidedigno de resultados futuros.



# AMCHOR

Velázquez 166, 28002 - Madrid España  
+34 91 426 44 44  
amchor.es  
info@amchor.com