

MARZO 2023

# Asignación de activos Mosaïque

# Nuestra opinion actual



Dr. Carlos Mejia  
CIO, Rothschild & Co  
Bank AG

## ASPECTOS FUNDAMENTALES

- la tendencia de la inflación se está invirtiendo lentamente y los tipos de interés parecen estar cerca de sus máximos cíclicos;
- los riesgos de crecimiento siguen moderándose;
- en consecuencia, los vientos en contra para las carteras desde el punto de vista táctico están amainando.

Los riesgos cíclicos con los que tuvieron que lidiar los mercados en 2022 podrían estar desvaneciéndose, pese a que los riesgos geopolíticos siguen siendo elevados (Ucrania e incremento de las tensiones entre China y Estados Unidos con respecto a Taiwán).

Lo que es más importante, el riesgo de inflación parece haber tocado techo y, con él, el riesgo de tipos de interés. La inflación general se ha reducido a ambos lados del Atlántico y en Europa, en particular, una pronunciada caída del coste al por mayor del gas natural indica que esta tendencia se intensificará a lo largo del año.

Las tasas de la inflación subyacente parecen más persistentes y, sin duda, no han alcanzado aún su nivel máximo en Europa, aunque todavía no se ha incrementado el ritmo de subidas salariales como podría haberlo hecho - pese a los conflictos laborales-. En consecuencia, también parece probable que la inflación subyacente se irá moderando gradualmente más adelante a lo largo del año.

Entretanto, los mercados monetarios prevén que los tipos oficiales recuperen sus niveles “normales” esta primavera (pese a que los balances de los bancos centrales aún no lo hayan hecho). En el último mes, los tipos han experimentado nuevas subidas mientras bancos centrales y mercados valoran cuáles serán los máximos probables. El crecimiento de la demanda agregada se ha moderado y las limitaciones de la oferta también han disminuido ligeramente.

La ralentización del crecimiento sigue pareciendo menos drástica de lo que se temía. Sigue existiendo la posibilidad de que se registre una recesión técnica en 2023, aunque los indicios de que así sea son escasos, y mucho menos de que se registre la desaceleración más pronunciada que se ha

venido prediciendo de manera generalizada durante tanto tiempo. Seguimos pensando que una desaceleración de ese tipo no es necesaria ni tampoco probable.

Las mayores amenazas objetivas para el crecimiento en el último año han sido el empeoramiento de las condiciones comerciales en las economías desarrolladas, generado por el desmedido aumento de los costes de las materias primas, y la repercusión de esta normalización tardía de los tipos de interés nominales. La política de covid cero de China también ha supuesto un escollo importante durante la mayor parte del período.

Dos de estas amenazas han seguido difuminándose en el último mes. El mencionado descenso de los precios del gas natural en Europa ha cancelado y revertido parcialmente el impacto sufrido por las condiciones comerciales; China ha eliminado actualmente la mayor parte de los controles por la covid. Todavía hay que esperar a ver qué repercusión tendrán las subidas de los tipos de interés, pero los tipos reales no son altos y la normalización de los tipos nominales podría no ser tan marcada.

Además, las valoraciones de mercado han sido razonables –incluso las de los bonos últimamente–. Para empezar, el precio de las acciones no ha sido extraordinariamente alto y las recientes valoraciones ajustadas al ciclo han estado en consonancia con las tendencias a largo plazo. Los precios de los bonos han sido escandalosamente elevados en 2020, pero las rentabilidades han aumentado mucho actualmente y, en el último mes, los grandes mercados europeos de deuda pública se han acercado a niveles que parecen ofrecer atractivas rentabilidades (aunque aparentemente el valor es mejor en el mercado estadounidense). Por lo tanto, ya no parecen constituir un “riesgo sin rentabilidad”.



Kevin Gardiner  
Global Investment  
Strategist

## CONCLUSIÓN EN MATERIA DE INVERSIONES

Todavía no hemos dejado atrás este ciclo. Los tipos de interés previstos actualmente se acercan más al perfil “plano” que nos viene a la mente al haberse retrasado los primeros recortes de tipos, aunque todavía podrían seguir subiendo ligeramente. Hace unos meses, cancelamos la infrponderación que manteníamos desde hace tiempo en bonos en las carteras en USD, aunque todavía no nos sentimos capaces de hacerlo en las carteras europeas.

Al mismo tiempo, las previsiones de beneficios empresariales de 2023 parecen actualmente más realistas, pese a que las mejoras introducidas por los analistas podrían ser ligeramente erróneas y también seguimos considerando que es muy pronto para aumentar de forma significativa las inversiones en renta variable totales (lo que haría que volviesen a estar sobreponderadas).

Al terminar enero, cambiamos la disposición de las ponderaciones en renta variable, alejándonos de las posiciones defensivas y acercándonos a otras de carácter cíclico regional y sectorial. Por el momento, creemos que este ligero aumento del riesgo de la cartera es suficiente.

En la actualidad tenemos relativamente pocas posiciones activas, si las comparamos con los niveles de los últimos años. No obstante, como estamos a las puertas de un nuevo ciclo y de las tendencias principales que podría traer, nos parece lo acertado.





# Resumen de la asignación de activos

A principios de 2022, redujimos nuestras posiciones en renta variable a neutrales, de dos maneras, sobreponderando las posiciones en liquidez y manteniendo una doble infraponderación en bonos. Más avanzado el año, utilizamos parte de la liquidez para reducir la infraponderación en bonos y en las carteras estadounidenses, cerramos dicha posición por completo.

Puesto que los tipos de interés se aproximan a sus niveles máximos y los datos de las encuestas empresariales mundiales parecen estar tocando fondo, nos mantenemos neutrales en acciones. Sin embargo, al terminar enero, nos inclinamos más por una exposición cíclica y nos alejamos de los valores defensivos. También hemos seguido ajustando las posiciones en renta fija estadounidense como reacción a lo que consideramos una mejora de las valoraciones relativas de los títulos del Tesoro.

**Renta fija.** Las rentabilidades de los bonos europeos no han recuperado aún los niveles que consideramos ofrecen rendimientos superiores a la inflación a largo plazo y el BCE puede estar aún muy lejos de fijar niveles de tipos máximos. En las carteras europeas, nos mantenemos infraponderados en renta fija y en duración, y conservamos la preferencia por el segmento especulativo (high yield).

En las carteras estadounidenses mantenemos una posición neutral en esta clase de activos y en duración y, más recientemente también en calidad crediticia, tras haber cerrado una infraponderación mantenida desde hace tiempo en bonos de la máxima calidad.

**Renta variable.** Al terminar enero, también cerramos una sobreponderación mantenida desde hace tiempo en los Estados Unidos y también una infraponderación en Europa continental (excepto Suiza). En una economía mundial cada vez más estable, el mejor movimiento es apostar por Europa, y

la relativa falta de acciones de “crecimiento” podría no tener tanta importancia durante el próximo ciclo. Nuestra posición neutral en las dos grandes regiones nos sitúa en buena posición para vigilar el tira y afloja entre ambas y ver qué dirección siguen.

También restablecimos una posición sobreponderada en los países emergentes de Asia –corregida ligeramente, puesto que habíamos cerrado esta posición de manera relativamente reciente, a niveles de mercado inferiores–. Sin embargo, la situación ha cambiado. La perspectiva cíclica de China mejoró sustancialmente con el inesperado abandono de su política de covid cero y siguió mejorando durante el último mes. Mientras tanto, en contra de las expectativas, el Gobierno también ha sido más tolerante con sectores previamente penalizados. La contrapartida es una posición infraponderada renovada en el mercado suizo defensivo.

En las carteras europeas, cerramos una infraponderación en valores financieros hace un mes y redujimos una sobreponderación en atención sanitaria (defensiva). Desde entonces, las perspectivas sectoriales de Europa y los Estados Unidos se han alineado por completo.

**Divisas.** Pese al modesto repunte de la apreciación registrado en el último mes, creemos que las bases en las que se sostiene el dólar son menos sólidas últimamente. Las subidas de tipos por parte de la Fed prácticamente han llegado a su fin, y la economía mundial y la tolerancia al riesgo podrían estar estabilizándose, todo lo cual apunta a un debilitamiento del dólar. Además, el precio de la moneda estadounidense parece elevado. Deberíamos observar una baja convicción en materia de divisas. No obstante, prevemos un fortalecimiento del euro gracias a la posible rentabilidad generada por ese giro regional en las posiciones en renta variable.

# Asignación de activos

**LEYENDA**

	-	Neutral	+
Sobreponderación			■
Índice de referencia		■	
Infraponderación	■		
Cambios recientes		→	←

**RESUMEN ASSET ALLOCATION**

	-	Neutral	+	
<b>RESUMEN ASSET ALLOCATION</b>	EE. UU.	Mercado monetario		
		Renta variable		
		Renta fija		
		Oro		
	Europa	Mercado monetario		■
		Renta variable		
		Renta fija	■	
		Oro		
	Suiza	Mercado monetario		■
		Renta variable		
		Renta fija	■	
		Oro		
<b>RENTA FIJA</b>	EE. UU.	Duración		
		Calificación alta		
		GI, calificación baja		
		Alta rentabilidad		
	Europa	Duración	■	
		Calificación alta	■	
		GI, calificación baja		
		Alta rentabilidad		■
	Suiza	Duración	■	
		Calificación alta	■	
		GI, calificación baja		
		Alta rentabilidad		■

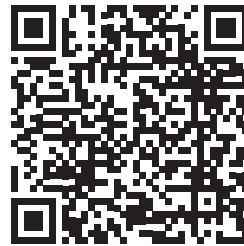
	-	Neutral	+		
<b>Regiones</b>	Norteamérica				
	Zona euro				
	Reino Unido				
	Suiza	■			
	Japón				
	Pacífico, exc. Japón				
	ME, exc. Asia				
	ME, Asia			■	
	<b>RENTA VARIABLE</b>	<b>Sectores (EE. UU.)</b>	Energía		
			Materiales		
Industria					
Suministros			■		
Consumo discrecional					
Consumo básico					
Comunicaciones					
Atención sanitaria					
Tecnología					
Finanzas					
Sector inmobiliario		■			
<b>Sectores (Europa)</b>		Energía			
		Materiales			
		Industria			
	Suministros	■			
<b>DIVISAS</b>	USD				
	EUR				
	GBP				
	CHF				

## Wealth Insights

Nuestras Wealth Insights se basan en la diversidad de publicaciones y podcasts oportunos y exhaustivos.

Si desea obtener más información sobre nuestras Wealth Insights, visite la página de web, en

[www.rothschildandco.com/insights](http://www.rothschildandco.com/insights)



Este documento lo ha elaborado Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, con fines meramente informativos y comerciales. No constituye recomendación, asesoramiento, oferta o invitación personal para comprar o vender valores o cualquier otro producto bancario o de inversión. Ningún aspecto incluido en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal. Aunque la información y los datos que aquí se incluyen proceden de fuentes que se consideran fiables, no se ofrecen ni se ofrecerán garantías, ni expresas ni implícitas, y, salvo en caso de fraude, Rothschild & Co Bank AG declina toda responsabilidad por la imparcialidad, la precisión o la integridad de este documento o de la información en la que este se basa, así como toda responsabilidad por el hecho de que cualquier persona base sus actuaciones en este documento.

En concreto, no se garantiza que se vayan a materializar cualesquiera proyecciones, objetivos, estimaciones o previsiones que se incluyan en este documento ni que sean razonables. Asimismo, todos los datos y las opiniones que se emplean en este documento pueden cambiar sin previo aviso. La legislación y demás regulación podrían restringir la distribución de este documento en determinadas jurisdicciones. Por consiguiente, los destinatarios de este documento deberán informarse sobre todas las obligaciones legislativas y reglamentarias aplicables, y cumplirlas. Este documento no podrá enviarse a Estados Unidos, introducirse en ese país ni distribuirse en Estados Unidos o a personas estadounidenses, ni siquiera copias de él. Rothschild & Co Bank AG está autorizada y regulada por la FINMA, la Autoridad suiza de supervisión de los mercados financieros.