



Partimos de los siguientes argumentos.....	3
Signos de nuevo ciclo	5
Evolución de los diferentes sectores en observación.....	6
Correlaciones, en 2023, en el primer trimestre, las de enero y las de abril.....	7
Datos de volatilidad.....	10
Conclusiones.....	11

Partimos de los siguientes argumentos, sobre todo en los EE. UU., mercado que seguimos manteniendo como referencia:

- ❖ Los precios subyacentes en general, parecen, que están muy cerca de sus máximos.
 - ❖ Los incrementos mensuales son cada vez menores.
 - ❖ Las tasas interanuales van descendiendo.
- ❖ La FED sigue sin convencer. Esperamos que después del incremento de 25 pbs de anoche, no se den más aumentos. Aunque aún estamos lejos de la meta del 2% de inflación. Ayer el presidente de la Reserva Federal en su tercera reunión de 2023 anunció:
 - ❖ Subida de los tipos, los 25 pbs esperados.
 - ❖ Deja claro que no contempla recortes de tasas.
 - ❖ No habla de más subidas.
 - ❖ Cree que es muy posible que no se entre en recesión.
- ❖ Pero los mercados, de nuevo, no se lo creen:
 - ❖ El USD perdió un 0.53% con el euro.
 - ❖ Los bonos EE. UU. bajaron su rendimiento -subida en precio- desde los 6 meses a los 7 años.
 - ❖ El crudo West Texas bajó 4,23%, llegando a perder más de un 5%. Dado que los operadores ven la recesión que no observa Powell.
 - ❖ Los swaps sobre tipos de interés seguían reflejando 3 bajadas de tipos de 25 pbs/cada, de septiembre a diciembre. Esta mañana reflejan dos bajadas de 25 pbs, de septiembre a noviembre. Con una probabilidad de más del 48% de que comenzasen ya en julio. Es decir, casi tres bajadas se reflejaban esta mañana.
 - ❖ La RV recortó tímidamente. Con el Russell 2000 en positivo y el Nasdaq con las menores pérdidas. Es decir, que las pequeñas y medianas empresas americanas cotizadas suban, ante discurso más duro que el de marzo, detona que los mercados no lo ven como el presidente de la

FED. Ya que la mediana empresa y las tecnológicas necesitan medidas monetarias más laxas que las expuestas. Es decir, que estos mercados también barruntan recortes de tasas.

- ❖ Los beneficios corporativos del S&P 500, a día de hoy, han superado expectativas en un 80%; y en Europa en un 70%. Aunque la mayoría responden a los recortes de gastos y plantilla llevados a cabo o anunciados. Pero los principales negocios de las empresas siguen dando buenos resultados.
- ❖ Las ofertas de empleo en los EE. UU. -JOLTS- van a la baja. Se encuentran sobre los mínimos de casi dos años. Por lo que estamos asistiendo a un mercado laboral cada vez más ajustado. Atentos a las cifras de desempleo de abril que se presentarán mañana viernes cinco.
- ❖ Los últimos datos de ventas minoristas, como gran componente de la demanda norteamericana, van perdiendo fuerza. Las lecturas subyacentes - eliminan los autos y la gasolina- se resisten más. También en las recientes presentaciones de resultados de los bancos se observa una tendencia a la baja en las compras con tarjeta de crédito. También estamos asistiendo a bajadas en los precios del petróleo, dadas las dudas sobre la demanda de los EE. UU y global.
- ❖ Los crecimientos de PIB cada vez son menores: en los EE. UU. la dispersión de datos en función de cada estado es alta. No es oro todo lo que reluce.
- ❖ Los préstamos concedidos han caído, después de las últimas quiebras bancarias. Cuyo desencadenante final fue los tipos de interés vigentes y las salidas de los depositantes. Se espera que los créditos sigan a la baja. Los bancos han estado incrementando notablemente las provisiones por morosidad, cuestión que ha penalizado su cuenta de resultados global.
- ❖ Y la secretaria del Tesoro Janet Yellen acaba de anunciar una posible falta de liquidez del Estado para finales de junio, si no se llega pronto a un acuerdo sobre la extensión del techo de la deuda -más deuda pagada a intereses más altos desencadena un desajuste fiscal-. Lo que da más fuerza al argumento de una pausa en las escaladas de tipos, por la propia presión de los políticos sobre la FED.

Si observamos los datos de inflación, empleo, demanda y crecimiento de PIB, estado por estado, vemos que muchos de ellos presentan datos a la baja. Es decir, aunque veamos datos de cierta fortaleza general en los EE. UU. no es así en el desglose por estados.

Por lo que, podríamos determinar que lo peor ya lo hemos visto. Es decir, la suave recesión por anunciar está en precio. Y los mercados ya han comenzado a descontar un apoyo de los bancos centrales a través de sus políticas monetarias.

Signos de nuevo ciclo:

- 🌐 Se tocó techo en el PIB, en la demanda, en el empleo, y, posiblemente, en la inflación.
- 🌐 Se tomaron medidas monetarias para enfriar esos datos, con los consiguientes mercados de valores en tendencia bajista.
- 🌐 Estas medidas han hecho mella y se espera no endurecerlas más en el corto plazo. Y relajarlas a medio plazo. Es decir, después de la subida de ayer, se espera una pausa y posteriormente un retroceso de la tasa de interés.

Los mercados se muestran un tanto escépticos ante el errático manejo de la FED en este gran ciclo inflacionario. Y de ahí que se observen estas discrepancias, que no se suelen dar, entre los mercados y los discursos de los funcionarios de la Reserva Federal.

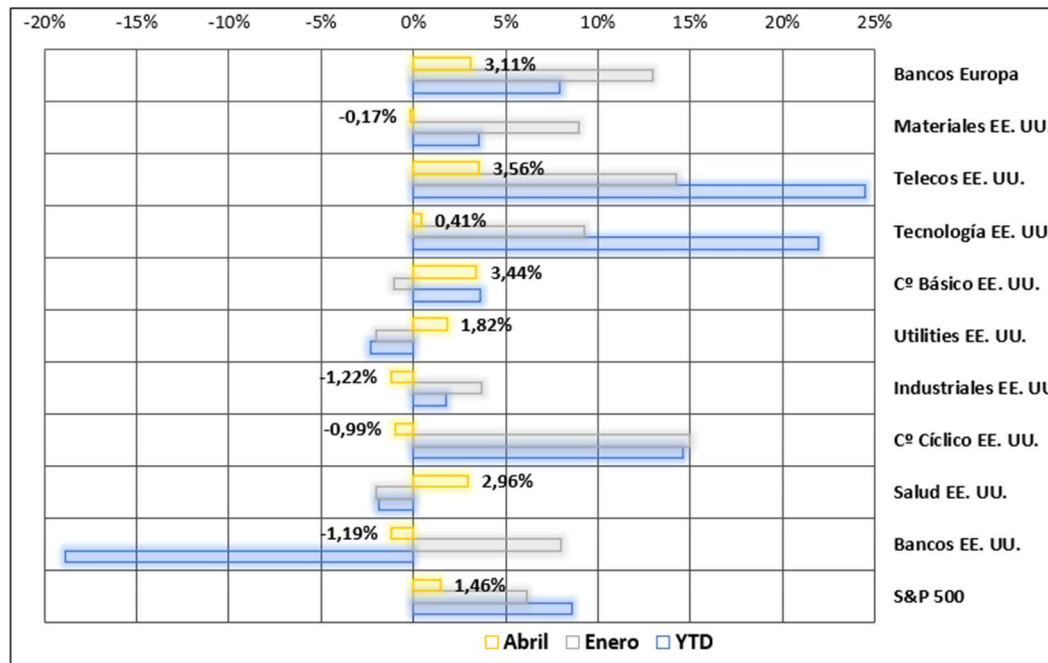
- 🌐 El resultado es de un final de ciclo económico a meses vista con el anuncio -aún por publicar- de una recesión leve -en la que, muy posiblemente, ya se encuentran-. Y de un nuevo ciclo alcista para las bolsas en la actualidad. Hay que recordar que el ciclo bursátil va unos nueve meses por delante del económico.

De este modo, debemos buscar aquellos sectores que presenten una mejor evolución ante tipos estables con tendencia a la baja.

Evolución de los diferentes sectores en observación:

	S&P 500	Bancos EE. UU.	Salud EE. UU.	Cº Cíclico EE. UU.	Industriales EE. UU.	Utilities EE. UU.	Cº Básico EE. UU.	Tecnología EE. UU.	Telecos EE. UU.	Materiales EE. UU.	Bancos Europa	Bono 2y EE. UU.	Bono 2y España
YTD	8,59%	-18,87%	-1,90%	14,61%	1,77%	-2,29%	3,60%	21,99%	24,46%	3,58%	7,95%	0,51%	0,59%
1 trimestre-23	7,03%	-17,90%	-4,72%	15,76%	3,03%	-4,04%	0,16%	21,49%	20,18%	3,75%	4,70%	0,68%	0,82%
Enero	6,18%	8,02%	-2,03%	14,99%	3,68%	-2,04%	-1,06%	9,26%	14,22%	8,96%	13,01%	0,57%	0,56%
Abril	1,46%	-1,19%	2,96%	-0,99%	-1,22%	1,82%	3,44%	0,41%	3,56%	-0,17%	3,11%	-0,16%	-0,23%

En rojo aquellos que se han comportado peor que el índice; en verde los que se han comportado mejor.



Este martes 2, una sesión bajista en general, el único sector del S&P 500 en positivo fue el consumo cíclico. Dato que muestra la fortaleza y las ganas sobre este sector.

Correlaciones, en 2023, en el primer trimestre, las de enero y las de abril:

		Bancos	Salud	Cº Cíclico	Industriales	Utilities	Básico	Tecnología	Telecos	Materiales	Bancos	Bono 2y	Bono 2y	
YTD	S&P 500	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	Europa	EE. UU.	España	
	S&P 500	1	-0,05	0,33	0,89	0,48	0,17	0,47	0,73	0,83	0,50	0,27	0,01	-0,11
	Bancos EE. UU.	-0,05	1	0,21	0,06	0,70	0,09	-0,37	-0,61	-0,50	0,69	0,69	-0,54	-0,24
	Salud EE. UU.	0,33	0,21	1	-0,04	0,29	0,92	0,71	-0,20	0,05	0,48	-0,06	0,25	0,18
	Cº Cíclico EE. UU.	0,89	0,06	-0,04	1	0,47	-0,20	0,10	0,73	0,76	0,42	0,41	-0,14	-0,19
	Industriales EE. UU.	0,48	0,70	0,29	0,47	1	0,17	0,03	-0,07	-0,01	0,86	0,74	-0,56	-0,37
	Utilities EE. UU.	0,17	0,09	0,92	-0,20	0,17	1	0,72	-0,27	-0,04	0,33	-0,24	0,39	0,22
	Cº Básico EE. UU.	0,47	-0,37	0,71	0,10	0,03	0,72	1	0,30	0,40	0,10	-0,29	0,36	0,16
	Tecnología EE. UU.	0,73	-0,61	-0,20	0,73	-0,07	-0,27	0,30	1	0,92	-0,13	-0,10	0,16	-0,04
	Telecos EE. UU.	0,83	-0,50	0,05	0,76	-0,01	-0,04	0,40	0,92	1	0,04	-0,13	0,30	0,08
	Materiales EE. UU.	0,50	0,69	0,48	0,42	0,86	0,33	0,10	-0,13	0,04	1	0,66	-0,32	-0,28
	Bancos Europa	0,27	0,69	-0,06	0,41	0,74	-0,24	-0,29	-0,10	-0,13	0,66	1	-0,82	-0,45
	Bono 2y EE. UU.	0,01	-0,54	0,25	-0,14	-0,56	0,39	0,36	0,16	0,30	-0,32	-0,82	1	0,45
	Bono 2y España	-0,11	-0,24	0,18	-0,19	-0,37	0,22	0,16	-0,04	0,08	-0,28	-0,45	0,45	1

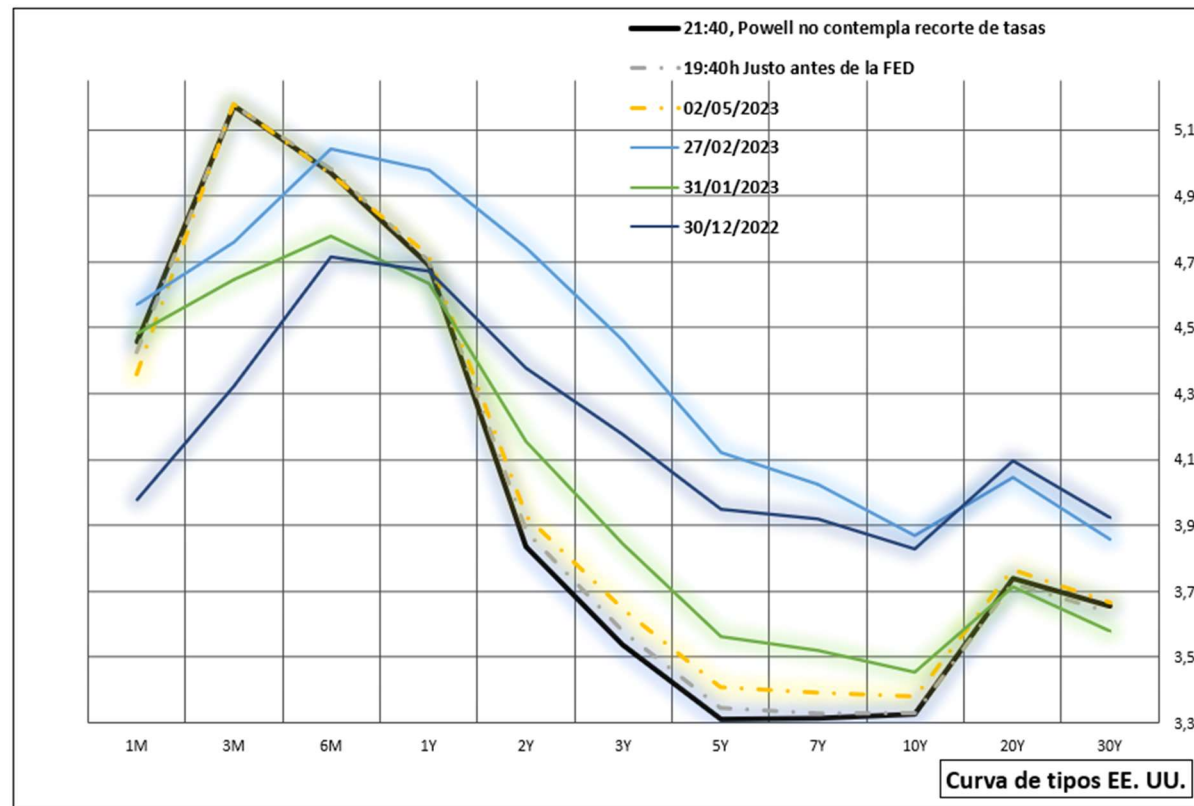
		Bancos	Salud	Cº Cíclico	Industriales	Utilities	Básico	Tecnología	Telecos	Materiales	Bancos	Bono 2y	Bono 2y	
1 Trimestre	S&P 500	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	Europa	EE. UU.	España	
	S&P 500	1	0,51	0,17	0,92	0,71	0,00	0,06	0,58	0,74	0,66	0,49	-0,17	-0,20
	Bancos EE. UU.	0,51	1	0,62	0,35	0,82	0,40	0,28	-0,32	-0,12	0,86	0,75	-0,50	-0,22
	Salud EE. UU.	0,17	0,62	1	-0,15	0,40	0,91	0,78	-0,61	-0,28	0,54	-0,01	0,20	0,18
	Cº Cíclico EE. UU.	0,92	0,35	-0,15	1	0,55	-0,31	-0,22	0,74	0,80	0,46	0,52	-0,23	-0,23
	Industriales EE. UU.	0,71	0,82	0,40	0,55	1	0,26	0,27	0,03	0,14	0,87	0,76	-0,54	-0,35
	Utilities EE. UU.	0,00	0,40	0,91	-0,31	0,26	1	0,84	-0,64	-0,35	0,37	-0,21	0,36	0,21
	Cº Básico EE. UU.	0,06	0,28	0,78	-0,22	0,27	0,84	1	-0,44	-0,24	0,25	-0,25	0,28	0,17
	Tecnología EE. UU.	0,58	-0,32	-0,61	0,74	0,03	-0,64	-0,44	1	0,87	-0,13	0,06	-0,02	-0,16
	Telecos EE. UU.	0,74	-0,12	-0,28	0,80	0,14	-0,35	-0,24	0,87	1	0,11	0,02	0,17	0,01
	Materiales EE. UU.	0,66	0,86	0,54	0,46	0,87	0,37	0,25	-0,13	0,11	1	0,67	-0,30	-0,27
	Bancos Europa	0,49	0,75	-0,01	0,52	0,76	-0,21	-0,25	0,06	0,02	0,67	1	-0,81	-0,43
	Bono 2y EE. UU.	-0,17	-0,50	0,20	-0,23	-0,54	0,36	0,28	-0,02	0,17	-0,30	-0,81	1	0,43
	Bono 2y España	-0,20	-0,22	0,18	-0,23	-0,35	0,21	0,17	-0,16	0,01	-0,27	-0,43	0,43	1

Enero	Bancos		Salud	Cº Cíclico	Industriales	Utilities	Básico	Tecnología	Telecos	Materiales	Bancos	Bono 2y	Bono 2y
	S&P 500	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	Europa	EE. UU.	España
S&P 500	1	0,97	-0,51	0,97	0,61	-0,35	-0,39	0,97	0,94	0,94	0,82	0,74	-0,30
Bancos EE. UU.	0,97	1	-0,42	0,93	0,68	-0,25	-0,25	0,91	0,89	0,91	0,81	0,64	-0,27
Salud EE. UU.	-0,51	-0,42	1	-0,66	0,06	0,71	0,72	-0,61	-0,66	-0,46	-0,71	-0,62	-0,07
Cº Cíclico EE. UU.	0,97	0,93	-0,66	1	0,49	-0,48	-0,52	0,97	0,95	0,90	0,86	0,74	-0,22
Industriales EE. UU.	0,61	0,68	0,06	0,49	1	0,47	0,41	0,44	0,34	0,70	0,49	0,40	-0,29
Utilities EE. UU.	-0,35	-0,25	0,71	-0,48	0,47	1	0,88	-0,51	-0,60	-0,17	-0,43	-0,31	-0,21
Cº Básico EE. UU.	-0,39	-0,25	0,72	-0,52	0,41	0,88	1	-0,55	-0,63	-0,31	-0,44	-0,51	-0,12
Tecnología EE. UU.	0,97	0,91	-0,61	0,97	0,44	-0,51	-0,55	1	0,96	0,88	0,79	0,74	-0,30
Telecos EE. UU.	0,94	0,89	-0,66	0,95	0,34	-0,60	-0,63	0,96	1	0,84	0,85	0,71	-0,16
Materiales EE. UU.	0,94	0,91	-0,46	0,90	0,70	-0,17	-0,31	0,88	0,84	1	0,82	0,86	-0,31
Bancos Europa	0,82	0,81	-0,71	0,86	0,49	-0,43	-0,44	0,79	0,85	0,82	1	0,73	0,05
Bono 2y EE. UU.	0,74	0,64	-0,62	0,74	0,40	-0,31	-0,51	0,74	0,71	0,86	0,73	1	-0,28
Bono 2y España	-0,30	-0,27	-0,07	-0,22	-0,29	-0,21	-0,12	-0,30	-0,16	-0,31	0,05	-0,28	1

Abril	Bancos		Salud	Cº Cíclico	Industriales	Utilities	Básico	Tecnología	Telecos	Materiales	Bancos	Bono 2y	Bono 2y
	S&P 500	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	EE. UU.	Europa	EE. UU.	España
S&P 500	1	0,78	0,40	0,81	0,75	0,07	0,26	0,69	0,62	0,77	0,53	-0,71	-0,52
Bancos EE. UU.	0,78	1	0,39	0,56	0,78	0,14	-0,06	0,46	0,24	0,85	0,53	-0,82	-0,49
Salud EE. UU.	0,40	0,39	1	-0,03	0,25	0,81	0,17	-0,23	0,24	0,48	0,47	-0,27	-0,43
Cº Cíclico EE. UU.	0,81	0,56	-0,03	1	0,68	-0,33	0,21	0,71	0,41	0,55	0,34	-0,62	-0,39
Industriales EE. UU.	0,75	0,78	0,25	0,68	1	-0,06	0,10	0,34	0,09	0,90	0,50	-0,79	-0,65
Utilities EE. UU.	0,07	0,14	0,81	-0,33	-0,06	1	0,32	-0,47	0,02	0,10	0,36	-0,05	-0,22
Cº Básico EE. UU.	0,26	-0,06	0,17	0,21	0,10	0,32	1	-0,09	-0,05	-0,12	0,44	-0,18	-0,53
Tecnología EE. UU.	0,69	0,46	-0,23	0,71	0,34	-0,47	-0,09	1	0,69	0,36	-0,04	-0,30	0,10
Telecos EE. UU.	0,62	0,24	0,24	0,41	0,09	0,02	-0,05	0,69	1	0,24	-0,02	-0,08	0,11
Materiales EE. UU.	0,77	0,85	0,48	0,55	0,90	0,10	-0,12	0,36	0,24	1	0,45	-0,72	-0,52
Bancos Europa	0,53	0,53	0,47	0,34	0,50	0,36	0,44	-0,04	-0,02	0,45	1	-0,76	-0,86
Bono 2y EE. UU.	-0,71	-0,82	-0,27	-0,62	-0,79	-0,05	-0,18	-0,30	-0,08	-0,72	-0,76	1	0,73
Bono 2y España	-0,52	-0,49	-0,43	-0,39	-0,65	-0,22	-0,53	0,10	0,11	-0,52	-0,86	0,73	1

Vemos como la descorrelación en el mes de abril ha descendido ligeramente. Salvo con los bonos que se ha incrementado. E aquí una divergencia para tener en cuenta, ya que existe descorrelación entre la RV y la RF, pero el rendimiento también ha mantenido un sesgo negativo en abril. Existirían dos posiciones:

- 🔗 Nos pueden estar avisando de la recesión, al entrar más dinero en los bonos que en las bolsas, ya que se puede estar descontando dicha recesión - donde se suele apostar más por la RF-, que no ha llegado aún a la renta variable. ¡Peligro!
- 🔗 Pero nos inclinamos más a que los mercados de RF nos están mostrando los descensos de tipos que se esperan para finales de 2023 y que se llevarán e impulsarán a los sectores más cíclicos y sensibles a los niveles de los intereses. Como los que han funcionado en el mes de enero.



Datos de volatilidad:

	S&P 500	Bancos EE. UU.	Salud EE. UU.	Cº Cíclico EE. UU.	Industriales EE. UU.	Utilities EE. UU.	Cº Básico EE. UU.	Tecnología EE. UU.	Telecos EE. UU.	Materiales EE. UU.	Bancos Europa	Bono 2y EE. UU.	Bono 2y España
Volatilidad día YTD	0,98%	2,32%	0,81%	1,46%	1,08%	1,16%	0,76%	1,33%	1,68%	1,23%	1,76%	0,25%	0,72%
Volatilidad 1 año YTD	15,57%	36,65%	12,85%	23,09%	17,13%	18,41%	12,06%	21,08%	26,61%	19,38%	27,87%	3,98%	11,39%
Volatilidad día 1º trimestre	1,05%	2,49%	0,82%	1,52%	1,09%	1,22%	0,83%	1,40%	1,72%	1,31%	1,91%	0,27%	0,82%
Volatilidad 1 año 1º trimestre	16,61%	39,31%	12,90%	23,98%	17,27%	19,24%	13,12%	22,06%	27,26%	20,64%	30,17%	4,20%	12,97%
Volatilidad día enero	1,02%	1,37%	0,78%	1,41%	1,16%	1,04%	1,02%	1,40%	1,27%	1,26%	1,03%	0,12%	1,42%
Volatilidad 1 año enero	16,19%	21,65%	12,35%	22,25%	18,34%	16,50%	16,07%	22,18%	20,06%	19,89%	16,27%	1,88%	22,46%
Volatilidad día abril	0,75%	1,68%	0,80%	1,27%	1,08%	0,99%	0,47%	1,11%	1,58%	0,94%	1,20%	0,20%	0,13%
Volatilidad 1 año abril	11,86%	26,63%	12,60%	20,03%	17,06%	15,67%	7,43%	17,50%	24,98%	14,93%	18,97%	3,19%	2,00%
VaR 95 día	1,62%	3,82%	1,34%	2,41%	1,79%	1,92%	1,26%	2,20%	2,78%	2,02%	2,91%	0,41%	1,19%
VaR 95 1 año	25,69%	60,47%	21,20%	38,10%	28,27%	30,38%	19,89%	34,78%	43,90%	31,98%	45,99%	6,56%	18,79%
Beta / S&P 500 YTD	1	2,35	0,82	1,48	1,10	1,18	0,77	1,35	1,71	1,24	1,79	0,26	0,73
Beta / S&P 500 1º Trimestre	1	2,37	0,78	1,44	1,04	1,16	0,79	1,33	1,64	1,24	1,82	0,25	0,78
Beta / S&P 500 enero	1	1,34	0,76	1,37	1,13	1,02	0,99	1,37	1,24	1,23	1,01	0,12	1,39
Beta / S&P 500 abril	1	2,25	1,06	1,69	1,44	1,32	0,63	1,48	2,11	1,26	1,60	0,27	0,17

Vemos que las betas más altas las mantienen aquellos sectores más cíclicos y nos confirman la selección predominante en la cartera. Salvo los bancos de los EE. UU. donde no queremos estar, dado que podría saltar algún problema con otro pequeño/mediano banco.

Conclusiones:

- ❖ Los últimos datos sobre PIB, demanda, empleo y precios, muestran moderaciones o descensos. Muy atentos al empleo americano de abril que se publica mañana viernes 5.
- ❖ Esperamos que la Reserva Federal haga una pausa en las subidas de tipos, para, si los datos acompañan, comenzar a bajarlos después del verano. Los mercados siguen dándole la espalda a la FED.
- ❖ Los mercados se muestran un tanto escépticos ante el errático manejo de la FED en este gran ciclo inflacionario. Y de ahí que se observen estas discrepancias, que no se suelen dar, entre los mercados y los discursos de los funcionarios de la Reserva Federal.
- ❖ La rentabilidad de 2023 -YTD- se acumula en el mes de enero. En los sectores tecnológicos, de consumo cíclico, telecos y bancos europeos. En menor medida en el consumo básico. Sectores más cíclicos y sensibles a los tipos de interés. Naturalmente, estos mantuvieron descorrelación con los sectores más defensivos y/o de peor comportamiento.
- ❖ En cambio, entre los revuelos de abril -como las agitaciones por el sector bancario- los beneficiados -dentro de la escasez del mes- se encuentran los sectores más defensivos, como la salud, el consumo básico y utilities. También las telecos y los bancos europeos.
- ❖ La descorrelación remarcada en abril entre los bonos a corto plazo y la renta variable, nos pueden estar avisando de la recesión, al entrar más dinero en los bonos que en las bolsas, ya que se puede estar descontando dicha recesión -donde se suele apostar más por la RF-, que no ha llegado aún a la renta variable. Pero creemos que lo que nos está indicando la RF son las bajadas de tipos que se darán en el medio plazo.
- ❖ Para adoptar una estrategia debemos apostar por un escenario. Como se ha explicado al inicio, se cree que hemos entrado en un nuevo ciclo bursátil. Y que a meses vista podríamos ver como los bancos centrales -más la FED- cambiarán su foco de atención de los IPC a la recesión. Por lo que este será nuestro escenario.
- ❖ Así, seguiremos apostando por EE. UU. y le daremos más peso a los sectores más sensibles al ciclo -que hemos visto anteriormente- y a los bonos de grado de inversión o directamente de gobierno con duraciones no superiores a los dos años. También tendremos en cartera, pero en menor medida, a los sectores más defensivos, en especial al consumo básico. Este último por su comportamiento más predecible y por la propia descorrelación que nos proporciona.

04 de mayo de 2023



- ❖ Por otro lado, nos fijamos más en aquellos que nos ofrecen una mayor exposición al mercado, a una mayor volatilidad, a través de la beta. Que, por otro lado, reduciremos el riesgo del conjunto de la cartera con la descorrelación sectorial. Estos nos confirman la selección inicial cíclica.
- ❖ Europa, salvo sus bancos, la mantenemos infraponderada. Van por detrás de los EE. UU. en cuanto a medidas monetarias y sigue la guerra en Ucrania, y la batalla europea con Rusia y viceversa.

Pablo de Vicente

evolutio-ci.com
evolutiocapital.com
info@evolutio-ci.com

