

"It is a capital mistake to theorize before one has data. Insensibly one begins to twist facts to suit theories, instead of theories to suit facts."

– Sherlock Holmes –

Según un estudio reciente, el 40% de la población mundial sigue creyendo en la brujería, entendida como la capacidad que tendrían unas personas para lanzar hechizos y causar el mal sobre otras. Por ejemplo, en Estados Unidos lo cree el 16% de la población, en España el 33% y en Rusia un dramático 50%. Ahora, con estos mimbres hay que gestionar los balances de los bancos que están basados en la confianza y las matemáticas. Si le sumamos las redes sociales y los traumas latentes por la crisis de 2008, tenemos el riesgo de transitar desde un problema de liquidez a otro de solvencia.

Qué caras pueden resultar seis palabras pronunciadas por el responsable de un banco: "tranquilos, sus ahorros no corren peligro". Segundos después, los que creen en los hechizos y parte de los que no, sacan su móvil, lo comentan en Twitter y hacen una transferencia. Hemos inventado el *bank run* del siglo XXI. Una versión sofisticada de lo que ya se sabía hace 350 años...

"Las cosas no pasan por lo que son, sino por lo que parecen. Valer, y saberlo mostrar, es valer dos veces; lo que no se ve es como si no fuese"

– Baltasar Gracián –

En la actual crisis bancaria hay dos escuelas de pensamiento: por un lado, están los que argumentan que este lío es consecuencia de una política ultralaxa de tipos de interés durante años: un experimento monetario de dinero gratis que, cuando llega el momento de revertirlo, se rompen cosas y cualquier banco queda expuesto e indefenso. Por otro, estamos los que pensamos que esa argumentación es la excusa desesperada del estilo de "el profesor me tiene manía". Vemos poco razonable pensar que, por ejemplo, Greg Becker, CEO de Silicon Valley Bank con sus 56 añitos, más de 20 en el cargo y sirviendo en el consejo de la Reserva Federal de San Francisco desde 2019, no supiera que los tipos de interés podían subir y que había que gestionarlo prudentemente. Es decir, lo que han hecho el resto de los bancos. En su lugar, Becker y su equipo se han dedicado a gestionar negligentemente el balance para obtener beneficios extra, bien desajustando depósitos y activos a largo plazo o bien cerrando las coberturas de tipos cuando no tocaba. Gestionar el balance de un banco debe ser algo aburrido, así que cuando empieza a ser emocionante conviene preocuparse.

La crisis bancaria, sobre todo en Estados Unidos, está lejos de cerrarse porque los depósitos continúan saliendo de los balances y ya vamos por \$1T de los \$17T que tiene el sistema bancario americano:

por falta de confianza en las entidades más pequeñas y **laxamente reguladas desde 2018**, y sobre todo porque el dinero continúa saliendo para comprar letras del tesoro más rentables y seguras. En Europa, sin embargo, la regulación y el trabajo de los últimos años han creado un nuevo sistema bancario que dista mucho de la versión americana y, por tanto, en el que una crisis de confianza tiene un recorrido más limitado.

A pesar de creer que **es un problema de liquidez y no de solvencia**, corremos el peligro de que las instituciones lo gestionen al estilo **suizo con Credit Suisse** y que finalmente sea peor el remedio que la enfermedad.



El mercado ha encontrado, en forma de crisis bancaria, la excusa perfecta para ver el **Pivot de la FED**. El evento que catalizaría un *mea culpa* de los banqueros centrales para revertir la subida de tipos histórica en la que nos encontramos. En cuestión de días la

renta fija¹ descontaba esta situación: por ejemplo, el bono americano a 2 años pasó del 5,0% al 3,8%. Y el alemán del 3,3% a un mínimo del 2,1%. De hecho, los tipos de interés implícitos de los *Fed Fund Futures* pasaron de descontar en febrero que la FED subiría los tipos hasta un máximo del 5,75% y los mantendría hasta 2024, a descontar ahora que ni si quiera superarán el 5% y que este mismo año los bajará tres veces hasta el 3,75%. Es decir, da por sentada una recesión inminente y que la FED reculará en su defensa por reducir la inflación para salvar el crecimiento.

Sorprendentemente, la renta variable parece vivir en una realidad paralela: resulta que durante el último trimestre ha subido². Y durante el último mes, en plena catarsis bancaria, el Stoxx600 acaba cayendo sólo un -0,18% y el S&P500 sube un 3,6%. ¿Es una subida de los índices la respuesta adecuada a una inminente recesión?

El mercado de renta variable vive obsesionado con adivinar el evento que provoque el ansiado *Pivot*, porque forzaría un entorno de dinero barato que favorecería la creación de un nuevo ciclo. Pero desde nuestro punto de vista esta obsesión impide ver que:

- Si la FED baja agresivamente tipos de interés es porque se entrevé una fuerte recesión. Y en las recesiones, en media, **los**

¹Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD 3%, un 2,5% en EUR y en Renminbi subieron un 0,9%. En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 3,5% y en Europa un 1,8%. El High Yield ganó en EE. UU. un 3,6% y en Europa 2,7%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 2,1% y los emergentes corporativos en dólares un 2,0% (BB US Treasury Index, BB EUR-Aggregate Treasury Index, BB China Govt TR Index, BB Barclays US Corp TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR Index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corp Index respectivamente).

²Durante el último trimestre la renta variable global subió un 7,3%, en EE. UU. un 7% y en Europa un 7,8% (MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente).

beneficios de las compañías del S&P500 caen un 23% y el índice un 34%.

- La elevada inflación, a diferencia de lo ocurrido en 2015, 2018 y 2020, juega un papel fundamental que impide la reacción monetaria típica de bajar los tipos de interés cada vez que nos enfrentamos a un problema de crecimiento.



Desde nuestro punto de vista, y en contra de la reacción del mercado, creemos que esta crisis bancaria no es el evento que cambia el posicionamiento de los bancos centrales. Es una obviedad que la FED pivotará en algún momento, pero pensamos que este evento, aunque ayuda, no es determinante para cambiar el paso.

De hecho, nos recuerda a lo que sucedió en septiembre de 2022 con los planes de pensiones en Reino Unido cuando el gobierno generó un riesgo sistémico tras anunciar un plan fiscal improvisado que provocó la venta masiva de *Gilts*. En aquel momento, al igual que hoy, un grave evento financiero amenazó con hacer descarrilar la economía. Sin embargo, el Banco de Inglaterra, tras intervenir y evitar un efecto

dominó, continuó subiendo los tipos de interés. En concreto, cuatro subidas en menos de seis meses (desde el 2,25% hasta el 4,25% actual).

Por ahora la FED y el BCE han dado una de cal y otra de arena: por un lado, subieron los tipos de interés (0,25% y 0,5% respectivamente), pero por otro, lanzaron un mensaje de pausa y de sensibilidad con la situación bancaria. Entendemos que esta reacción es el camino para ganar tiempo y conseguir separar las dos narrativas que ahora están entremezcladas. Tienen que aislar el problema bancario como el problema de liquidez que es y separarlo del control de la inflación y las subidas de tipos.

A pesar de creer que no estamos por ahora ante el evento que provoca un *Pivot*, resultaría ingenuo pensar que no hay consecuencias de esta crisis. Creemos que:

- Se incrementa la regulación sobre los bancos (sobre todo en Estados Unidos) para equiparar el control y monitorización entre entidades grandes y pequeñas. Al final se ha demostrado que tres bancos pequeños, que solo representan el 1,4% de los activos del sistema bancario americano, suponen un riesgo sistémico³.
- Se inicia un proceso de restricción crediticia como consecuencia de un incremento de costes para los bancos por mayor regulación, mayor incertidumbre económica y menores márgenes al verse forzados a remunerar mejor los depósitos

³ Silvergate, Silicon Valley Bank y Signature tenían unos activos totales de \$0.33T frente a todo el sistema bancario americano de \$23,6T).

de los clientes y evitar que sigan saliendo del balance.

- El riesgo de decepción del mercado respecto a las expectativas de tipos se ha incrementado. Es decir, la distancia entre lo que dice la FED que va a hacer y lo que ahora espera el mercado es mayor que a principios de año. Reducir esa diferencia inevitablemente implica mayor volatilidad. Si está en entredicho la tasa libre de riesgo, ¿cómo se justifica la valoración del resto de activos?

Como consecuencia de lo anterior, creemos que ha aumentado el riesgo de estanflación. Por un lado, pensamos que la recesión continúa construyéndose entre bambalinas, a pesar de la resistencia del consumo y del ahorro. En concreto, adelantamos nuestra expectativa de recesión al segundo semestre de este año frente a la expectativa previa de principios de 2024. Por otro, a pesar de estar remitiendo la inflación, hay componentes enquistándose y haciendo que cada vez sea más complicado verla bajar del 3,5%-4,0%.

Decíamos que es una obviedad que la FED acabará pivotando, pero la clave es saber bajo qué circunstancias lo hará. Creemos que los bancos centrales requieren de la presión suficiente en forma de caída del consumo, incremento del paro, pánico en el mercado financiero o de la vivienda para ceder y hacer un *Pivot*. Creemos que, en esta ocasión, hasta que alguno de estos elementos, o varios al mismo tiempo, no sean evidentes y profundos, difícilmente veremos a la FED o al BCE con el incentivo

necesario como para tomar medidas preventivas bajando los tipos de interés.

Igualmente, hay que recordar que un proceso de subida de tipos de interés en un escenario inflacionario no tiene por qué ser siempre lineal, pudiendo darse un respiro, incluso bajar puntualmente, para luego retomar las subidas. Hasta el gran Paul Volcker, aclamado por su firme posicionamiento contra la inflación manteniendo tipos de interés altos, tuvo que bajarlos en falso dos veces.

Hacemos un inciso para mencionar nuestra creciente expectativa a largo plazo de que los bancos centrales tendrán que claudicar con su objetivo de inflación del 2% y cambiarlo por uno superior. Pensamos que la gran dificultad será *la última milla* de la inflación: bajar del 4% al 2%. Los bancos centrales se enfrentarán al dilema de seguir castigando el crecimiento a cambio de un objetivo de inflación utópico, dadas las dinámicas subyacentes inflacionarias globales. Creemos que la tentación de permitir una inflación un poco más alta a cambio de restituir parte del crecimiento resultará tan atractiva y fácil que se introducirá gradualmente la "solución" de fijar un objetivo de inflación superior al 2%.



Con tanto revuelo en occidente, han pasado desapercibidos los datos de marzo de [China](#) en donde se confirma su recuperación. Tal y como decíamos en nuestra [última carta trimestral](#), seguimos pensando que la salida de China del confinamiento es el evento del año. Creemos que, por el lado positivo, contrarrestará en parte la falta de crecimiento occidental y que, por el lado negativo, dicha recuperación contribuirá a una mayor inflación global que habrá que gestionar en un momento complicado porque el tipo de interés en Estados Unidos seguirá por encima del 5%.



Por todo lo anterior, mantenemos nuestro posicionamiento conservador. De hecho, si continúa subiendo el mercado de renta variable bajaremos nuestro nivel de riesgo adicionalmente por no ver sentido a la desconexión de la renta variable con el momento del ciclo en el que creemos que nos encontramos.

Un dato revelador: a cierre de 2019 teníamos una rentabilidad por dividendo del S&P500 del 1,8% y el bono a 10 años americano en el 1,9%. Ahora, sin embargo, la rentabilidad por dividendo es del 1,6% y el bono está en el 3,4%. ¿Tiene sentido?

Seguimos favoreciendo la renta fija sobre la variable, porque, a pesar de los movimientos del último mes, hay nichos de mercado que ofrecen una oportunidad patrimonial atractiva.

Esperaremos a que se asienten un poco los riesgos financieros para incrementar más el riesgo de crédito, sobre todo en CoCos europeos que seguimos viendo como una oportunidad a largo plazo, y más aún después de las caídas del último mes por la crisis bancaria.

Igualmente, mantenemos un riesgo de duración bajo porque seguimos sin estar cómodos jugando con el *timing* del *Pivot* de la FED. Llegado el momento alargaremos duraciones, aún a riesgo de perdernos parte del movimiento.

En renta variable seguimos sin una convicción clara entre Value y Growth, viendo oportunidades en ambos segmentos. Regionalmente seguimos bajos en Estados Unidos, neutrales en Europa y sobreponderados en China y su entorno.

Queremos creer que, como ha sucedido en otras ocasiones, la razón y las matemáticas terminarán por imponerse a la brujería, e igual que pensamos que estamos ante un problema de liquidez y no de solvencia, la acumulación de factores negativos terminará generando una recesión, pero no una depresión.

Buen trimestre a todos.

Pelayo Gil-Turner