

“En economía, las cosas se toman más tiempo para pasar de lo predecible, y de repente pasan más rápido de lo que hubieras pensado” -- Rudi Dornbusch

Sin duda alguna esta es una carta difícil de escribir por la complejidad que plantea enfrentarse al ciclo de subidas más intenso de la historia, y por la cantidad de incógnitas que se ciernen sobre el horizonte para los próximos meses.

Como adelantamos en esta misma carta hace ahora un año, el retorno de la presión sobre el mercado de bonos pone contra las cuerdas a los gobiernos sin disciplina fiscal; en un momento en el que los Bancos Centrales se encuentran maniatados ante unos Estados en la peor posición fiscal desde 1945. Esto ha disparado los tipos de interés reales y tensionado las condiciones financieras, lo cual aumenta las probabilidades de recesión.

Los próximos trimestres volverán a estar marcados por los datos de inflación, pero también por las necesidades de refinanciación de compañías y Estados. Al Gobierno americano le vencen 4 billones de dólares de deuda en 2024, a lo que hay que añadir dos más en déficit e intereses. Eso supone casi el 25% del total de su deuda emitida. Y en 2025 no va a ser diferente. Esto lleva a los banqueros centrales a cambiar su discurso, relajando las necesidades de subidas de tipos adicionales, e intentando mantener bajo control los largos plazos de la curva de tipos. Es por esto por lo que probablemente seremos testigos en 2024 de la entrada en recesión de las principales economías occidentales, y es aquí donde la renta fija volverá a destacar por méritos propios.

En este contexto, me gustaría presentarles nuestras diez recomendaciones para navegar este previsiblemente complejo 2024 que nos aguarda:

1. Desafíos estratégicos

Las potencias occidentales, y en especial Estados Unidos y Europa, se enfrentan a un mosaico de dificultades internas y externas que comprometen su capacidad de respuesta ante unas situaciones económicas y geopolíticas plagadas de desafíos. En el ámbito fiscal observamos un claro deterioro de su posición fiscal y de productividad de sus economías, mientras que en el internacional una política exterior errática ha arrojado resultados contraproducentes para sus intereses a largo plazo.

Este panorama se complica aún más ante la rivalidad de cuatro naciones con capacidad nuclear, destacando la ascendente influencia de China. Pekín, cuyas capacidades económica, científica, tecnológica y militar son envidiables, ha desplegado con astucia su iniciativa “Belt and Road”, invirtiendo un billón de dólares en proyectos globales, lo que le ha granjeado la posición de socio comercial principal en más de 120 naciones. En contraste, Estados Unidos ha dedicado a su llamada “War on Terror” seis billones de dólares en el mismo periodo, con dudosos resultados.

Si añadimos a esta disfunción la intención china de hacer historia por devolver a su país a glorias pasadas, el riesgo de escenarios geopolíticos impredecibles se dispara. Algo aún no presente en las primas de riesgo de los mercados financieros.

2. Una delicada posición fiscal

En un contexto donde las principales potencias occidentales exhiben vulnerabilidades estructurales, Estados Unidos se encuentra en una posición fiscal particularmente delicada. Los desafíos se agravan en medio de un año electoral donde los recortes son impopulares. La proporción de deuda a PIB que supera el 120% no tiene precedentes en tiempos de paz, cuyas proyecciones superan los históricos niveles de la Segunda Guerra Mundial. Un tijeretazo a las principales partidas (Seguridad Social, Salud y Militar) no será bien recibido, dado los fuertes componentes sociales y estratégicos. El problema se acentúa al contar con unos costes de financiación superiores a la tasa de crecimiento, lo cual introduce a la economía en la denominada trampa de endeudamiento.

Las dudas que suscita la absorción de la ingente cantidad de deuda que ha de colocar el Tesoro americano no ayudan a estabilizar el mercado, y más aún cuando los compradores tradicionales (Japón, China, Arabia Saudí, la banca americana o la propia Reserva Federal) ahora optan por vender. Es por ello imperativo establecer un equilibrio fiscal sostenible, reduciendo el nivel de gasto y aumentando la capacidad recaudatoria. Medidas que junto a una emisión de deuda moderada y un Banco Central que apoye financieramente, sin duda alguna, afectarán negativamente al crecimiento económico y aliviarán las lecturas de inflación y la presión sobre los tipos a largo plazo.

3. Incertidumbre en torno a la inflación

Curiosamente este repunte de tipos a largo plazo se ha producido en un entorno que debería haber sido benigno para los bonos. Entorno donde las lecturas de inflación se han relajado -desde el 9.1% hasta el 3.0% en un año-, y con unos indicadores adelantados, y de concesión de crédito, apuntando a una desaceleración económica. A pesar de esto, la narrativa imperante ha sido la del retorno a una economía estable, que podría sortear la recesión.

Tan sólo la inflación salarial y de la vivienda en alquiler están demostrando ser más estructurales de lo deseado, lo cual retrasa la posibilidad de cantar victoria a la Fed. A pesar de esto, datos adelantados de alquileres apuntan a una alineación con los objetivos inflacionistas del Banco Central. Esto permitirá a la Reserva Federal moderar su mensaje durante los próximos meses, evitando una espiral sin control en los largos plazos de la curva y permitiendo a Gobierno, empresas y familias refinanciar su deuda a tipos más bajos que los actuales.

4. Certidumbre en torno al crédito: menos y más caro

De la perspectiva inflacionaria emerge una realidad ineludible: la restricción y encarecimiento del crédito. La banca, acorralada por una regulación más estricta, el deterioro de los largos plazos y la contracción de la masa monetaria está endureciendo la concesión de crédito. Esto afecta muy negativamente a hogares y empresas que se encuentran, al igual que los estados, con los mayores endeudamientos de la historia.

Actualmente, atender el servicio de la deuda no presenta en muchos casos un problema dadas las condiciones tan favorables a las que se realizaron las financiaciones. Pero la

MIRALTA FINANCE BANK S.A.

preocupación de los reguladores reside en que a medida que estos préstamos vayan venciendo -y se hayan de refinanciar a tipos actuales- puedan suponer un problema.

5. Una economía "zombificada"

La transición a condiciones de crédito más restrictivas y costosas agrava la situación de un segmento preocupante del tejido empresarial: las denominadas empresas 'zombis'. Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS), la prevalencia de estas entidades en las economías avanzadas ha escalado dramáticamente -de representar un 4% en 1980 a más de un 17% de las compañías cotizadas en 2020-. Caracterizadas por su baja capitalización, reducido tamaño, escasa productividad y elevado apalancamiento, estas empresas se enfrentan a un futuro incierto en un escenario de refinanciación de deuda a tipos más altos.

Si expandimos la vista hacia las numerosas pymes en circunstancias similares, el problema se amplifica gravemente dada las escasas alternativas de financiación no bancaria de estas. Al contrario que en otras crisis, la delicada situación fiscal de los gobiernos, agravada por la pandemia, limita seriamente la posibilidad de ofrecer salvavidas financieros, a la vez que se intentan controlar los déficits.

En un entorno ya desafiante de por sí, estas empresas se encuentran más apalancadas, con menor cifra de negocio y con unos costes de financiación mucho más elevados que antes de la pandemia. Según Fitch, por primera vez en la historia el volumen de deuda "high yield" excede al de deuda de mejor calidad. Y de acuerdo con S & P, las quiebras en lo que va de 2023 ya superan el total de los dos últimos años. Es por todo esto por lo que recomendamos invertir en "high yield" con la protección y garantía de deuda colateralizada con activos esenciales, que te protejan ante un deterioro de su habilidad para cumplir sus compromisos.

6. No es si ocurrirá, sino cuándo

El crecimiento estimado para EEUU, del 2.5%, fruto de una intervención fiscal sin precedentes, ha situado el déficit gubernamental en un -8.4% del PIB. El progresivo retiro de estímulos fiscales amenaza con minar dicho crecimiento. Este riesgo se amplifica con factores adicionales: encarecimiento de la gasolina, la conclusión de las moratorias en la deuda estudiantil, el cese del aplazamiento en la tributación, el agotamiento del ahorro acumulado durante la pandemia, y un endurecimiento de los estándares crediticios.

Así, el pronóstico de la Reserva Federal de un aterrizaje suave para la economía parece más un deseo que una realidad. Esta visión se refuerza al considerar las valoraciones actuales del mercado, con un "earning yield" del 5% para el S & P 500 que, en contraste con los tipos de interés a corto plazo -del 5,5%- resulta poco atractivo. Esta prima de riesgo negativa sugiere un escenario muy asimétrico, un fenómeno que ha presagiado turbulencias en escasas pero significativas ocasiones durante las últimas tres décadas.

7. Los bonos cuentan con un excelente margen de seguridad

La fuerte subida de tipos a largo plazo, junto con la desinversión de la curva, están realizando el trabajo sucio a una Fed que suspira de alivio a medida que las condiciones financieras se endurecen. Esto no solo les permite comprar tiempo para abandonar el ciclo de subidas, sino que les da la posibilidad de ir modificando el lenguaje y reorientar al mercado hacia un tipo de equilibrio más bajo. Por primera vez en la historia de Estados Unidos, el mercado de bonos ha caído tres años consecutivos, presentando una de las oportunidades de retorno inversor más atractivas de las últimas décadas. Con las rentabilidades actuales, un desplazamiento adverso de 100 puntos básicos implica pérdidas marginales, mientras que una mejora similar ofrece un potencial de ganancia de doble dígito. Esta asimetría se vuelve más favorable con el tiempo, ya que las ganancias potenciales se incrementan mientras que se necesita un movimiento más pronunciado en contra para incurrir en pérdidas.

Esta dinámica se ve acentuada por el hecho de que un aumento adicional de 100 puntos básicos en los tipos de interés llevará los costes de financiación del Gobierno americano a superar \$1.2 billones para los años 2024 y 2025, cuando el Tesoro necesitará refinanciar casi la mitad de su deuda. Esto refuerza nuestra tesis de que los bonos representan una opción de inversión con un margen de seguridad considerable y una atractiva relación rentabilidad riesgo de cara al 2024.

8. Una normalización monetaria en Japón

El yen japonés, tradicionalmente caracterizado por sus bajos tipos de interés, ha sido una pieza central en las estrategias de "carry trade" durante años. Esta estrategia de inversión aprovecha el diferencial entre los tipos de interés de dos monedas, tomando dinero prestado en monedas con tipos bajos como el yen para invertir en activos con tipos más altos, típicamente en dólares. Es por ello que la correlación del yen y de los tipos a largo americanos es tan elevada. Históricamente un fortalecimiento sustancial del yen ha estado asociado a épocas de gran inestabilidad financiera, como la crisis de LTCM o la Crisis Financiera Global.

Con los tipos de interés en Japón en mínimos históricos y una inflación en máximos de cuatro décadas, el reciente cambio de gobernador del Banco de Japón presagia una potencial normalización de su política monetaria, poniendo fin a la devaluación de la divisa nipona. Esto ha supuesto una presión adicional, al igual que el año pasado durante la crisis de pensiones inglesa, en los largos plazos a nivel global y en los tipos reales, por lo que es más que probable que estemos cerca del punto de inflexión.

9. Fin del ciclo de subidas de tipos reales

Todo ello deja muy tocado al dólar. A pesar del buen comportamiento que ha mostrado el billete verde durante 2023 contra todo pronóstico no excluye los desafíos que ha de encarar este 2024, como el aumento de la influencia de los BRICS o el dilema que supone lidiar con el agujero presupuestario estadounidense.

La reticencia política a realizar un ajuste en profundidad en el gasto público deja como principal opción la nueva impresión de deuda para evitar el impago, lo cual dejará al dólar en una posición muy vulnerable. Cuando los datos económicos evidencien una

desaceleración inducida por los elevados tipos de interés reales, se espera que la Reserva Federal marque el fin del ciclo de subidas de tipos, lo cual está comenzando a favorecer la inversión en activos considerados refugios frente a la devaluación monetaria, como son el oro y el bitcoin.

10. El retorno de la represión financiera

La confluencia de un endeudamiento global sin precedentes, que alcanza los 307 billones de dólares en la primera mitad de 2023 según IIF, con un marcado declive en la calidad crediticia y un encarecimiento récord del dinero, configura un panorama donde la liquidez se convierte en el elixir necesario para evitar una nueva catástrofe de crédito. Es en este entorno precisamente donde es previsible un retorno al uso de la represión financiera (especialmente en Europa donde aún sigue vigente), mediante el uso de tipos de interés reales artificialmente bajos que permitan deflactar el elevado endeudamiento.

Este mecanismo permite a los gobiernos financiar sus déficits y reducir el endeudamiento a expensas de los inversores privados, produciéndose una reversión de la transferencia de riqueza que ha ocurrido tras la pandemia. Y es precisamente por estos dos motivos, liquidez y represión, que es previsible volver en algún momento a los denominados "Global Liquidity Rallies", períodos caracterizados por una abundancia de liquidez en los mercados internacionales, típicamente impulsados por políticas monetarias expansivas.

Rentabilidades positivas

Por último, nos gustaría comentar que 2023 ha vuelto a ser un gran año para nuestra entidad. No sólo hemos cumplido nuestro primer aniversario como banco, sino que hemos invertido nuestro primer fondo -y lanzado el segundo- de financiación alternativa, poniendo nuestro granito de arena a la financiación de pymes. Además Narval, nuestra estrategia de renta variable, se encuentra entre los mejores fondos por rentabilidad de su categoría este año. Y Sequoia, nuestro fondo de renta fija, continúa en primera posición a 3 y 5 años por rentabilidad y Sharpe según Morningstar. Esto nos ha llevado a seguir cosechando premios a nivel nacional e internacional.

A punto de finalizar 2023, quiero agradecer un año más a nuestro magnífico equipo el trabajo y la dedicación. Como siempre recordamos, la clave para navegar con éxito el incierto panorama que nos ha tocado vivir es contar con un sólido control de riesgos, que nos permita afrontar estos episodios con un espíritu constructivo, y poder maximizar nuestras rentabilidades a largo plazo. Desde todo el equipo de Miraltabank, les deseamos un saludable, feliz y próspero 2024.