



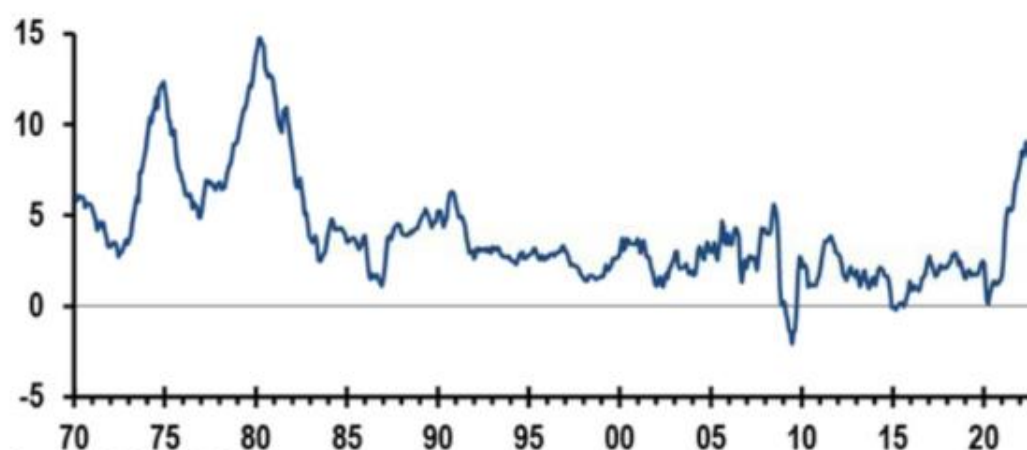
Un respiro en noviembre

2022 ha sido el peor año de inversión en crédito en 50 años, pero noviembre ha sido al fin un mes de respiro en los mercados de renta fija, impulsado por los datos de inflación americana y un PPI mejor de lo esperado y cerrando el mes con Powell anunciando esta semana una relajación en el ritmo de subidas de tipos de interés aumentando así la esperanza del momento "pivot".

En nuestra opinión, el mercado esté siendo demasiado complaciente, todavía queda mucho recorrido y en este contexto y pese a estar positivos en crédito, optaríamos por ser prudentes en la toma de posiciones.

Headline CPI

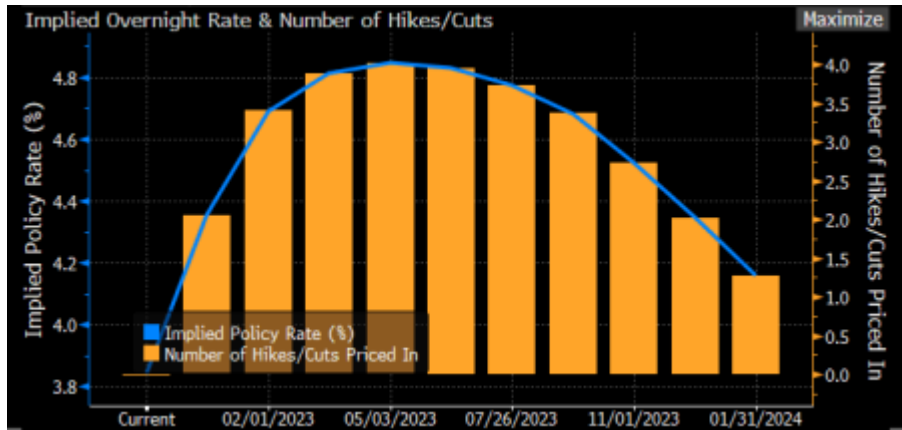
%oya



Source: BLS, J.P. Morgan

Prestamos especial interés al movimiento de tipos de interés en Estados Unidos, el consenso está descontando que los tipos de interés se van a ir al 4,80% a inicios del 2023 para luego corregir a mediados de año y terminar por debajo del 4,20% en 2024. En nuestra opinión, el movimiento de bajada no va a ser tan acelerado como descuenta el

mercado, si no que estamos en una “meseta” y creemos que se quedará en el rango alto por encima del 4,75%/5% al menos durante 2023. Jerome Powell insistía también en este punto esta semana, al advertir que los tipos se mantendrán en terreno restrictivo durante algún tiempo.



Para la Reserva Federal es clave enfriar la economía y que no se dispare la demanda agregada, se encuentran en una situación de pleno empleo e inflación salarial con subidas superiores a los doble dígitos y cualquier reactivación de la economía puede desencadenar en mayores subidas de precios y salarios y empujar al Señor Powell a actuar de manera más agresiva.

En concreto, la situación de pleno empleo y subidas salariales en Estados Unidos ha ayudado a que apenas hayan sufrido caídas en su renta disponible y por tanto los riesgos de recesión en el continente son muy inferiores a los europeos. Para esto, también es clave la situación de su mercado inmobiliario, que se descuenta en función de los tipos de interés a largo plazo.

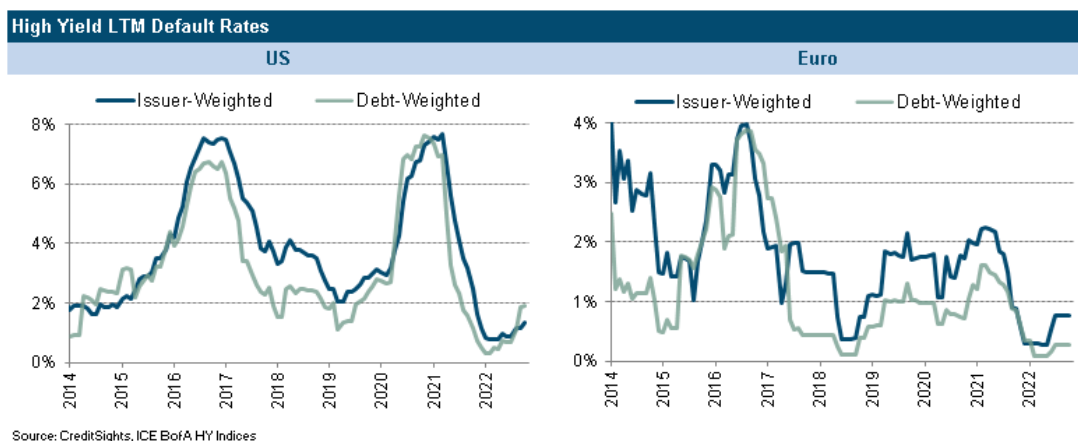
Caso distinto es el de Europa: la política monetaria continúa siendo muy expansiva, con unos ritmos de subida con pies de plomo tratando de alargar la inevitable recesión ante una inflación con menos motivos para iniciar el descenso en el corto plazo, ante la situación geopolítica y los costes energéticos y provocando una caída de la renta disponible, muy distinta a la americana.

Además, no debemos olvidar que Europa es más dependiente que Estados Unidos, por un largo energéticamente, y por otro al ser eminentemente exportadora (las exportaciones en Alemania representan un 40% de su Producto Interior Bruto).

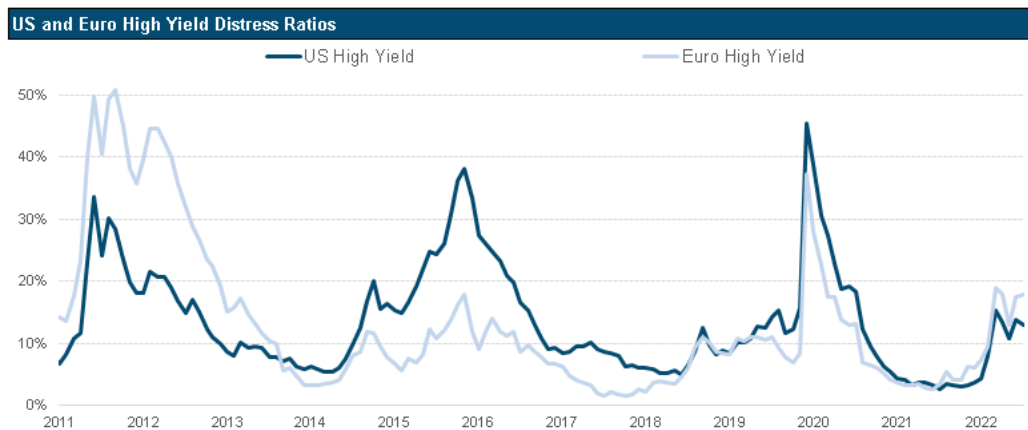
Es importante incidir en que en todo caso estamos hablando de una recesión muy distinta a la del 2008, en la que se unió la crisis bancaria y

las fuertes caídas en el sector inmobiliario. La situación actual es muy distinta, la regulación bancaria ha obligado a las entidades financieras a mantener unos ratios de capital con un amplio colchón y un balance muy saneado, y los préstamos hipotecarios con unos niveles de impagos que se sitúan en niveles mínimos.

En este entorno, estamos atentos a las tasas de default que se mantienen aun en mínimos, aunque esperamos que según se vaya endureciendo el acceso a financiación bancaria puede haber repuntes, y de hecho, los ratios de bonos en situación de distress ya están recuperando:



Source: CreditSights, ICE BofA HY Indices



Source: CreditSights, ICE BofA HY Indices

Chart shows the percentage of issuers with least one bond trading at an OAS above 1,000 bp

La falta de acceso a financiación puede poner en un brete a aquellas empresas más apalancadas, disparándose las caídas en rating y las tasas de default en Europa. Si nos fijamos en los datos de previsión a un año de Moody's en tasas de default, se sitúa ya en el 4,3%, nombrando no solo el aumento de los costes financieros si no también la subida de la inflación y tipos de interés, el menor crecimiento esperado y riesgos geopolíticos.

Por último, no podemos hablar de este mes de noviembre sin destacar el movimiento del dólar, que ha sufrido una depreciación del 5% derivado una vez más del diferencial de tipos de interés en el corto plazo de Alemania versus Estados Unidos. En este sentido, nos mantenemos neutrales en la divisa:



Ante este entorno, nos mantenemos positivos en general en crédito, pero esperaríamos una nueva corrección para volver a tomar posiciones, y siempre atentos a dos riesgos adicionales a los factores mencionados anteriormente. En primer lugar, la evolución de la situación en China por la política de Covid cero y en segundo, la reducción de balance de la Reserva Federal. Hay que recordar que el único experimento de salida, lo realizó la Reserva Federal en 2018 retirando 500 mil millones, y como consecuencia se produjo una caída en todos los activos financieros. Como no había inflación, la Reserva Federal paró ese experimento de salida. Luego llegó la pandemia y su balance creció desde \$4,2 trillones a \$8,9trillones. Ahora, está reduciendo el balance a un ritmo de 90 mil millones de dólares mensuales, más de tres veces la reducción de 2018.





Welcome AM

917 829 206

info@wamiberia.com

Paseo de la Castellana 110, 4ª planta, 28046, Madrid.

El presente documento ha sido elaborado por Welcome Asset Management, SGIC, S.A. ("Welcome AM SGIC") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros. El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Welcome AM SGIC. No obstante, ni Welcome AM SGIC ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo. Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo. Welcome AM SGIC no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo. La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa. El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido. Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de

compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros. En consecuencia con todo lo anterior, ni Welcome AM SGIIIC, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma. Sus datos personales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en Paseo de la Castellana, 110, 4ª Planta - 28046 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Welcome AM SGIIIC con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email dpo@wamiberia.com En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Welcome AM SGIIIC, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email dpo@wamiberia.com Welcome Asset Management, SGIIIC, S.A., inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al tomo 43.333, folio 83, hoja M-765.532, y con CIF A-58.373.812, e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") con el número 78.