Comentario 3er trimestre 2022

El trimestre estuvo marcado por un fuerte rebote en el mes de julio, con la esperanza de que, por fin, la Reserva Federal americana diera un mensaje mas suave respecto a su subida agresiva de tipos. Sin embargo, tras la reunión de Jackson Hole, Jerome Powel reincidió en su idea de seguir luchando contra la inflación por encima de cualquier objetivo, y los mercados de renta variable y renta fija se giraron hacia sus mínimos anuales.

Los mercados siguen centrados en una normalización de la inflación y política económica como punto de partida para una posible estabilización y una vuelta a las rentabilidades positivas. Ese punto puede estar cada vez más cercano, si atendemos a las estadísticas históricas de movimiento de los mercados en situaciones similares. Además, muchos indicadores adelantados ya apuntan a una estabilización de los precios como veremos mas adelante, materias primas, coste de transporte marítimo, inventario de empresas, etc.

Afortunadamente en términos generales casi todas las carteras han estado por debajo de su umbral de riesgo durante toda la caída, y es ahora mas que nunca, con una visión prudente donde debemos seguir con la estrategia de ir paulatinamente hacia nuestro punto central de riesgo, tal y como lo hemos ido diseñando a lo largo del año.

Rentabilidades anuales

Renta Variable Internacional				
	1 trim	2 Trim	3 Trim	YTD
DAX XETRA - Alemania	-9,25%	-11,31%	-5,24%	-23,74%
Eurostoxx50 - Europa	-9,21%	-11,47%	-3,96%	-22,80%
CAC 40 - Francia	-6,89%	-11,07%	-2,71%	-19,44%
IBEX 35 - España	-3,08%	-4,10%	-9,04%	-15,46%
Nasdaq - Tecnologia EEUU	-9,08%	-22,47%	-4,63%	-32,77%
SP500 - EEUU	-4,95%	-16,45%	-5,69%	-25,10%
Russell 2000 - Pequeña EEUU	-7,53%	-17,20%	-2,19%	-25,10%
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 30 Sept 22				

Renta Fija Internacional	
	YTD
Bund 10 y- Bono Aleman 10 años	-15,40%
US Treasury 10 y - Bono Americano 10 años	-13,50%
Investment Grade EU - Grado de inversion Europeo	-15,10%
Investment Grade US - Grado de inversion Americano	-18,30%
EM Sovereign - Emergente soberano	-22,20%
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 30 Sept 22	

Inflación

La última lectura de inflación en USA a cierres de septiembre, indica una cierta relajación de los precios, desde los máximos históricos. Sin embargo, en Europa muchos más dependiente de los precios de la energía, tocamos los máximos históricos del 10%. Si extraemos de la ecuación la energía y los alimentos básicos, el IPC subyacente se sitúa en el 4,8% interanual.

IPC General USA

IPC Subyacente Europa

Un dato interesante para intentar intuir donde puede estar la inflación el año que viene, y por consiguiente hacer una aproximación de por dónde pueden ir las políticas monetarias, es analizar la siguiente tabla. En ella se relaciona los movimientos en el IPC mensual para extrapolarlo al IPC anual futuro. Con los movimientos mensuales actuales podríamos estar hablando en el próximo verano de inflaciones por debajo del 3%-4% ben EEUU, lo que sin duda relajaría las curvas de tipos y el mensaje restrictivo de los bancos centrales.

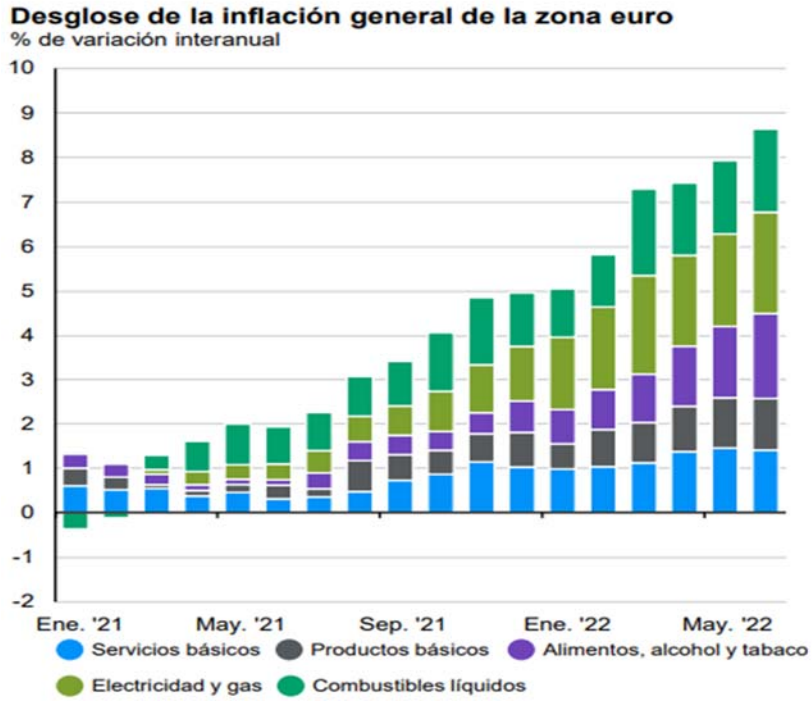
Potential Paths for YoY CPI Based on Constant MoM Changes

Month		Actual CPI YoY %	Fed Funds Rate (%)
Jun-21		*5.39*	*0.08*
Jul-21		*5.37*	*0.07*
Aug-21		*5.25*	*0.06*
Sep-21		*5.39*	*0.06*
Oct-21		*6.22*	*0.07*
Nov-21		*6.81*	*0.07*
Dec-21		*7.04*	*0.07*
Jan-22		*7.48*	*0.08*
Feb-22		*7.87*	*0.08*
Mar-22		*8.54*	*0.33*
Apr-22		*8.26*	*0.33*
May-22		*8.58*	*0.83*
Jun-22	*Already past the peak:*	*9.06*	*1.58*
Jul-22		*8.52*	*2.32*

Future YoY CPI w/:	0.0% MoM	0.1% MoM	0.2% MoM	0.3% MoM	0.4% MoM	Fed Fund Futures:
Aug-22	8.30	8.41	8.52	8.63	8.73	2.33
Sep-22	8.01	8.22	8.44	8.66	8.87	3.02
Oct-22	7.12	7.44	7.76	8.08	8.41	3.02
Nov-22	6.59	7.02	7.45	7.88	8.31	3.52
Dec-22	6.27	6.80	7.33	7.87	8.41	3.77
Jan-23	5.38	6.01	6.65	7.29	7.94	3.77
Feb-23	4.43	5.16	5.90	6.64	7.39	3.90
Mar-23	3.05	3.88	4.71	5.55	6.40	3.96
Apr-23	2.48	3.41	4.34	5.28	6.23	3.96
May-23	1.36	2.38	3.41	4.44	5.49	3.96
Jun-23	-0.01	1.09	2.21	3.34	4.48	3.93
Jul-23	0.00	1.21	2.43	3.66	4.91	3.89
Aug-23	0.00	1.21	2.43	3.66	4.91	3.89
Sep-23	0.00	1.21	2.43	3.66	4.91	3.80
Oct-23	0.00	1.21	2.43	3.66	4.91	3.80
Nov-23	0.00	1.21	2.43	3.66	4.91	3.71

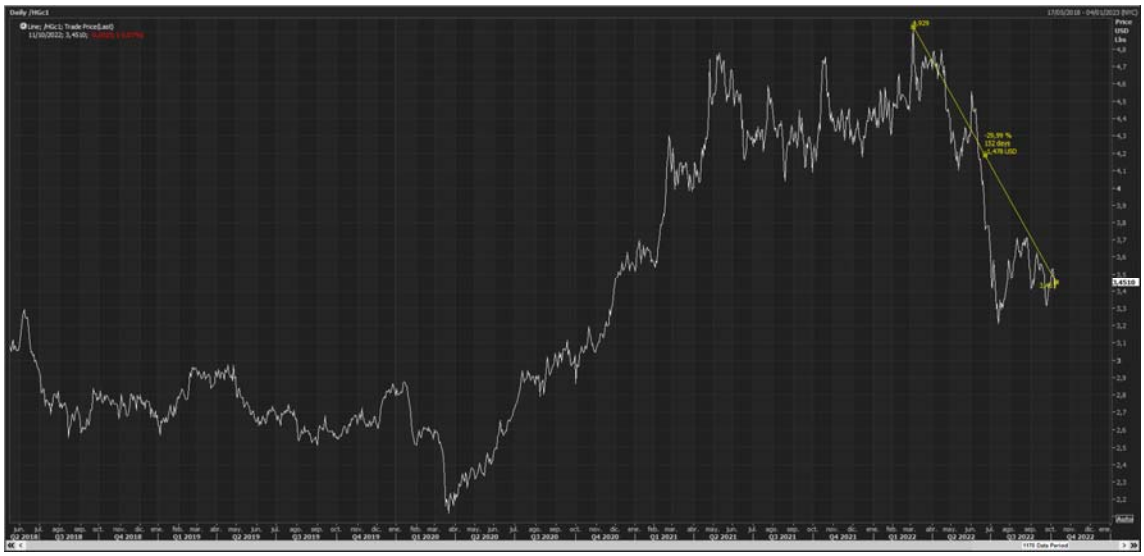
Expectativas inflación.

Como hemos ido comentando estos meses, observamos que gran parte de la tensión de la inflación esta ocasionada en gran medida por los precios de la energía. La electricidad y el gas, y por otro los combustibles líquidos, representan sobre el 50% de la inflación en Europa, véase el siguiente gráfico, extraído de un informe de JP Morgan:



Por consiguiente, es de suma importancia ver que están haciendo las materias primas, para intuir por donde se podría a mover la inflación.

Cobre. -29,90%



Petróleo Brent. -26,50%, llegando a caer un -35% en los mínimos de septiembre

Gas natural. -31%

ETF cesta materias Primas. -15,82%

Otro dato importante es el coste de los fletes marítimos algo que encareció sobre manera la importación de productos especialmente de China y de USA. Este es el grafico del Baltic Dry Index , este índice es una **media de los precios pagados por el transporte marítimo de materias primas en las 26 rutas alrededor del mundo que se circunscriben al Baltic Exchange**, el mercado global para la negociación de los fletes. Como podemos observar ha bajado drásticamente su coste hasta niveles históricos medios que se sitúa entre 1500/2000 usd.

Baltic dry Index. -62,37%.

Además, recientes resultados de empresa como NIKE, indican que su nivel de inventarios ha crecido abruptamente. La causa es que el consumo esta empezando a retroceder por la inflación y las subidas de tipos, esto les obligará a bajar precios para sacar el stock acumulado, y por consiguiente tendrá efectos directos sobre la inflación.

Por lo tanto, creemos que si el nivel de actividad económica y de consumo se hubieran mantenido estos precios no hubieran retrocedido de manera tan fuerte. Es decir, la subida de tipos ya esta teniendo un efecto contundente en mucho de los factores que afectan a la inflación de manera directa.

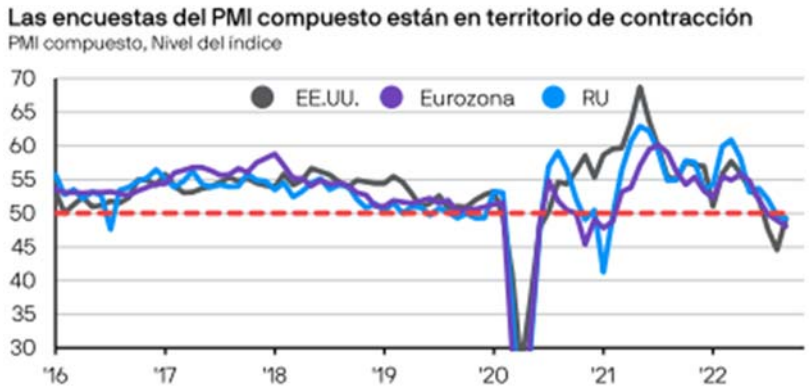
Tipos de interés

La curva de tipos de interés va descontando el nivel que van a tener los tipos de interés en distintos plazos de tiempo según las expectativas. No necesariamente se tiene que mover el tipo oficial, para que los tipos fluctúen al alza o a la baja.

Cuando los tipos suben, aunque no lo hagan implícitamente la tasa de referencia, los precios de bonos bajan, y bajan porcentualmente según la duración de la deuda. Por ejemplo, aunque simplificando el cálculo, si el interés de un bono a 10 años sube un 1%, su precio baja el equivalente a un -10% aprox. (1% x 10 años de duración).

Ante los movimientos de inflación comentados anteriormente. Los bancos centrales han seguido endureciendo los tipos de interés. También el mercado esta muy sensible a estos movimientos, y reacciona de manera contraria a los datos. Y nos explicamos, la semana pasada los mercados rebotaron fuertemente, todo fue después de un dato peor de lo esperado de actividad manufacturera en EEUU. Pasó que, ante este dato deficiente, empezaron a descontar que los bancos centrales deberían cambiar su discurso. Sin embargo, el viernes salió un dato de empleo en EEUU bastante mejor de lo esperado, y el mercado reacciono al contrario. Descontando que seguirían las subidas de tipos agresivas.

A nuestro entender debemos extraernos de estos movimientos en el corto plazo, e intentar diferenciar entre datos adelantados al ciclo y datos atrasados. Creemos que el dato de empleo es un dato atrasado del ciclo, es decir, puede haber empezado una recesión o un enfriamiento de la economía y ver como siguen mejorando los datos de empleo puntualmente. No obstante, los datos de actividad manufacturera o de inventarios de empresa son datos bastante mas adelantados. Estos datos adelantados ya nos descuentan al menos un enfriamiento de la economía en los próximos meses, algo que el empleo al ser atrasado no muestra.



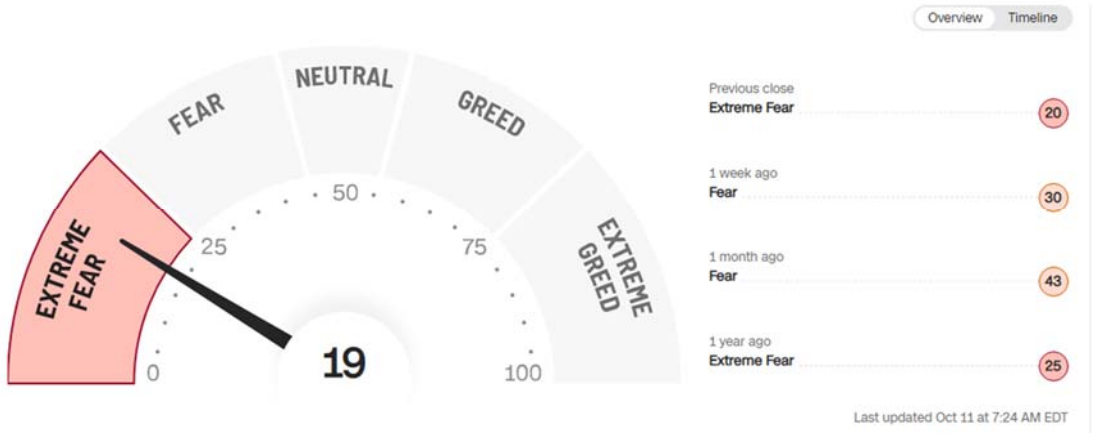
Situación de Mercado

Como hemos dicho en otras ocasiones, en este año complicado nos toca tomar decisiones que van a condicionar las rentabilidades de los próximos años. Es cierto, que la corrección del mercado está siendo profunda y no es plato de buen gusto ver nuestras inversiones en negativo. También es verdad que el cambio de sesgo que hicimos de renta variable growth a renta variable value nos ha ayudado a amortiguar parcialmente esta caída. En renta fija, nuestro posicionamiento en tramos mas cortos de la curva y en retorno absoluto también ha hecho que cayeran menos nuestras posiciones.

Aunque es muy complicado saber donde estará el suelo, si podemos apoyarnos en distintos indicadores para ver si este puede estar cerca o no, generalmente los suelos de mercado suelen estar acompañados de niveles de confianza extremadamente bajos, y de mucho miedo e incertidumbre por parte de los inversores. A esto se le llama teoría del sentimiento contrario y es profundamente estudiado en el comportamiento de los inversores en activos financieros.

Casi todas las lecturas que tenemos al igual que en el anterior cierre semestral siguen en posiciones de "miedo extremo"

Índice de miedo y avaricia de Wall Street



Hay otros 7 indicadores de miedo/avaricia muy seguidos en Wall Street con lecturas similares, dejo link para su consulta https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed .

Índice ZEW. Sept 22. Niveles crisis financiera de 2008

La lectura del índice de confianza económica alemana ZEW también es muy significativa, llegando a estas lecturas la probabilidad de alcanzar un mínimo aumenta drásticamente, y suele indicar oportunidades de inversión importantes en el medio/largo plazo, el problema es que en el corto plazo no sabemos si va a continuar dilatando un poco más a la baja o no.

Si analizamos las mayores caídas de los índices desde los años 70 del S&P500, principal índice americano, solo en 3 ocasiones hemos tenido caídas superiores a la registrada en el mínimo de este año, y todas coincidiendo con crisis en principio más profundas de la que se descuenta en esta ocasión.

Rentabilidades peores años S&P500 desde 1970

Año	Rendimiento
31/12/2008	-38,47%
31/12/1974	-29,81%
31/12/2022	-23,71%
31/12/2002	-23,43%
31/12/1973	-18,09%
31/12/2001	-13,04%
31/12/1977	-11,12%
31/12/2000	-10,14%
31/12/1981	-9,71%
31/12/2018	-6,59%

Fuente: Elaboración propia. Fecha 10 Octubre 2022.

Si hoy fuera el cierre anual, el SP500 tendría su tercer peor año desde 1970, solo en dos ocasiones la pérdida anual fue superior al mínimo marcado en este año, los demás años, aunque el mínimo fuera menor el índice recuperaba y marcaba una pérdida anual inferior a la registrada en el mínimo de este año.

Por último, en la parte puramente estadística de los mercados de renta variable, os dejo una tabla donde se analiza las perdidas de la bolsa americana para las tres capitalizaciones, pequeña capitalizacion, mediana capitalizacion y gran capitalizacion. Aquí se aprecia que hacen los mercados en los próximos 1 año, 3 años, 5 años y 10 años. Son estadísticas y rentabilidades pasadas no aseguran futuras nos pueden dar pistas de lo que puede pasar en los próximos meses.

Año	Gran Cap	Mediana Cap	Pequeña Cap
1973	-16,18%	-24,20%	-32,85%
1974	-26,93%	-26,34%	-27,59%
1990	-3,32%	-10,73%	-18,13%
2002	-22,15%	-14,61%	-20,02%
2008	-37,02%	-41,82%	-36,07%
2018	-4,53%	-9,34%	-9,43%
2022	-23,95%	-25,49%	-23,77%

Fuente: OB

Analizando los últimos 50 años, el 2022 se une a los únicos 6 años donde las tres capitalizaciones han obtenido rentabilidades negativas a cierre anual, y a los únicos 5 donde la caída ha sido superior al 10%.

Pero que han hecho los mercados en los siguientes años después de que las tres capitalizaciones cerraran con caídas superiores al 10%.

Gran capitalizacion USA

Año	US Large Cap	1 año después	3 años después	5 años después	10 años después
1973	-16,18%	-26,93%	24,27%	21,25%	162,63%
1974	-26,93%	36,95%	56,73%	95,88%	281,70%
1990	-3,32%	30,22%	53,73%	113,78%	395,46%
2002	-22,15%	28,50%	49,10%	81,71%	96,44%
2008	-37,02%	26,49%	48,21%	126,89%	238,70%
2022	-23,95%	?	?	?	?
Media	*-21,59%*	*19,05%*	*46,41%*	*87,90%*	*234,99%*

Mediana Capitalizacion USA

Año	US Mid Cap	1 año después	3 años después	5 años después	10 años después
1973	-24,20%	-26,34%	49,70%	65,25%	370,72%
1974	-26,34%	48,69%	105,86%	194,94%	527,90%
1990	-10,73%	40,44%	87,98%	146,13%	450,68%
2002	-14,61%	34,14%	83,93%	121,53%	156,99%
2008	-41,82%	40,22%	72,21%	169,19%	261,52%
2022	-25,49%	?	?	?	?
Media	*-23,87%*	*27,43%*	*79,94%*	*139,41%*	*353,56%*

Pequeña capitalizacion USA

Año	US Small Cap	1 año después	3 años después	5 años después	10 años después
1973	-32,85%	-27,59%	63,26%	122,34%	656,05%
1974	-27,59%	55,13%	160,80%	333,01%	899,66%
1990	-18,13%	45,26%	103,81%	161,06%	348,41%
2002	-20,02%	45,63%	87,46%	119,31%	179,66%
2008	-36,07%	36,12%	68,97%	174,50%	252,39%
2022	-23,77%	?	?	?	?
Media	*-26,41%*	***30,91%***	***96,86%***	***182,04%***	***467,23%***

Tal y como se puede observar en las tablas solo en uno de los años analizado se tardó en recuperar mas de un año la caída previa, concretamente en el 73. En todos los demás periodos el largo plazo da la razón a mantener la inversión y/o incrementarla a estos niveles, con rentabilidades muy interesantes para la inversión en renta variable en sus tres capitalizaciones.

Análisis fundamental

No solo los análisis estadísticos del precios y técnicos indican un pesimismo extremo en los mercados que se traducen en oportunidades a largo plazo. También el análisis fundamental muestra unos niveles de valoración muy bajos y con enorme atractivo a largo plazo. **El PER** es el número de veces que el resultado esta incluido en el precio de un activo, así sabremos si una empresa o índice esta caro con relación a sus medias históricas. Cuando tenemos PER 15 decimos que en 15 años dando estos beneficios cubriríamos el valor de la empresa, a menor PER la empresa está más barata y viceversa.

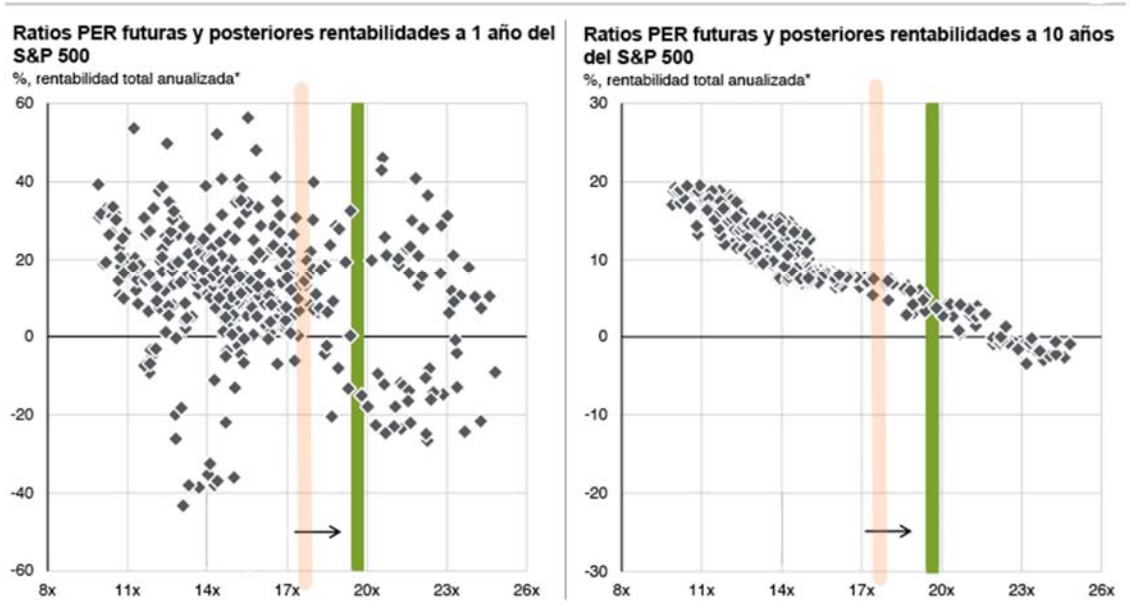
PER bolsa europea. PER 10,99.

El PER actual es 10,99 estamos en niveles de valoración de la crisis del euro y muy cercanos a la gran crisis financiera de 2008. De hecho, comparado con el PER medio de los últimos 10 años

que se sitúa en 15,60 veces beneficios actualmente estamos un 30% mas barato que la media de valoración de los últimos 10 años. Simplemente yéndonos a la valoración media podría haber un potencial de revalorización cercano al 50%.

El PER en USA está a niveles de 18 aproximadamente (históricamente su nivel siempre es superior al de las empresas europeas por su tipología de empresas) muy similar a los mínimos de la pandemia, y tres puntos por encima de los mínimos de la crisis de 2008 que se situaron en PER 15,50 aproximadamente. Es interesante ver como al igual que cuando los porcentajes de caída son muy grandes las probabilidades de alcanzar rentabilidades positivas a medio y largo plazo aumentan drásticamente. El siguiente cuadro compara que hace el SP500 históricamente a un año con estos niveles de PER y a 10 años de manera anualizada. La barra verde es como estaba el PER después de la primera caída de Febrero/Marzo y la barra rosa es como esta ahora. Con PER 18 aprox., en casi toda la serie de lecturas, cada punto corresponde a un mes desde 1988, el Sp500 acaba con rentabilidades positivas a un año. Sin embargo, a largo plazo 10 años los mercados a este nivel PER (grafico de la derecha) dan resultados positivos y tienen una rentabilidad media del 6% al 9% anualizada al menos.

Relación entre valoraciones y rentabilidades en EE. UU.



Es cierto que probablemente a medida que las empresas vayan ajustando su previsión de beneficios y la publicación de los mismos, las cifras de PER anteriores se verán alteradas, no obstante, esta fluctuación no debería ser superior al 10% aprox.

Estrategia de inversión

Nuestra estrategia después de analizar todos los datos actuales, sabiendo que tomamos decisiones en un ambiente de extremada incertidumbre (algo demasiado presente en los últimos tres años) es la de **seguir con la estrategia implementada y comentada durante este año**. Debemos aprovechar estas caídas para seguir tomando riesgo en **renta variable de manera prudente y por niveles**, obviamente la caída aún puede seguir, si bien los indicadores nos muestran que debemos estar cerca del final de la misma. Por supuesto, nos podemos equivocar y que el mercado siga cayendo, por esa razón una estrategia de entrada por niveles de caída es la más prudente, la que suele tener mejores resultados si tenemos la paciencia para dejarla madurar. Hemos analizado en los anteriores puntos, que con estos niveles de caída nuestro colchón de seguridad es cada vez mayor, y nos exponemos a un retroceso adicional cada vez más limitado.

Hemos seleccionado los puntos máximos en renta variable de las carteras, casi todas han estado infraponderadas en la caída, y a partir de ahí, confeccionamos la estrategia de escalera de riesgo para tomar posiciones de manera paulatina. Es complicado predecir si finalmente todo esto desembocará en una recesión severa, una recesión técnica o si evitaremos la recesión. Lo que sí parece claro al tenor de acontecimientos similares a los actuales que **caídas de 20% al 35%** en los índices las **ganancias a 2 -3 años vista son altamente probables**, las oportunidades empiezan a aparecer.

En resumen, creemos que ante la incertidumbre actual debemos ser cautos, por supuesto, pero con una estrategia constructiva y aprovechando estos precios para ir acumulando de manera prudente. También en renta fija esta siendo momento de ir rotando poco a poco la renta fija a corto y la de retorno absoluto hacía por ejemplo el crédito europeo senior, que en vencimientos de 3 a 5 años ya está ofreciendo Tires en algunos casos superiores 3,5% al año. Se incluye un Anexo donde se habla de manera un poco mas profunda de la renta fija.

Estamos a vuestra disposición para comentar cualquier cuestión.

Anexo 1. Renta Fija

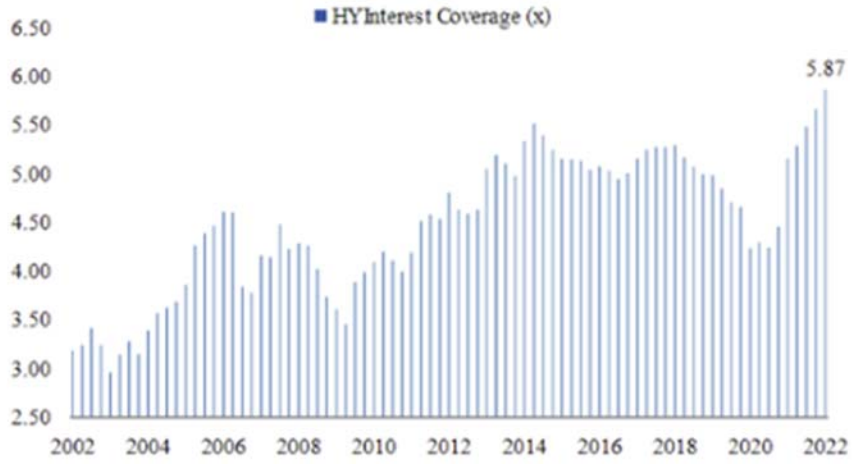
La renta fija ha tenido un comportamiento similar a la renta variable este trimestre, cerró junio en mínimos del año, para rebotar en julio, y posteriormente cerrar septiembre testeando esos mínimos. Al final la causa a nuestro entender, ha sido la misma que la renta variable, relajación de los tipos de interés durante el verano, para que tras el mensaje de la FED en Jackson Hole, el mercado entendiera que las subidas de tipos iban a seguir produciendo, por lo que subió el interés y bajo el precio. Estos movimientos han colocado a la renta fija en su peor año en más de 50 años de mercado, sin duda el mercado ha reaccionado de una manera muy negativa. Ahora en renta fija debemos ponernos en el supuesto, de que, si la empresa no quiebra en teoría el bono se amortiza y devuelve su nominal, por lo que las perdidas serían transitorias en precio y se recuperarían.

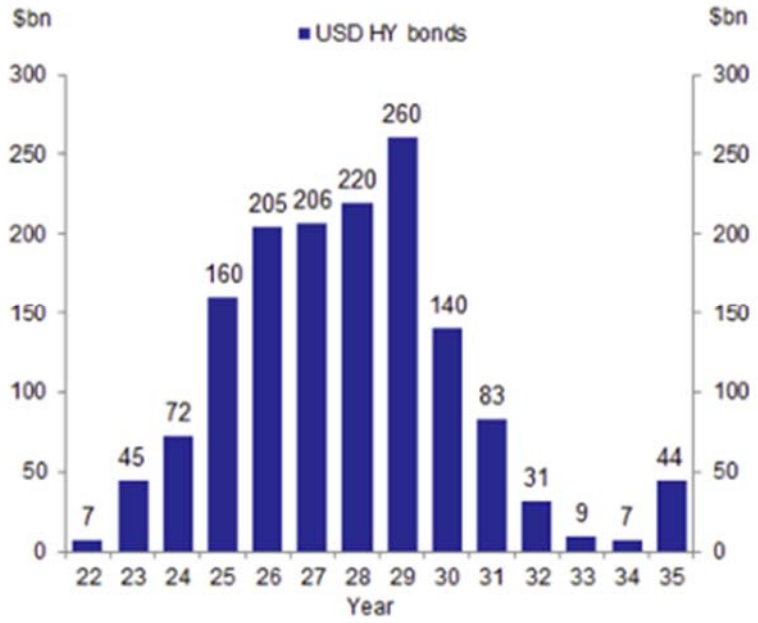
El mercado de crédito descuenta un escenario excesivamente negativo.

Como hemos ido comentando la situación actual de subidas de tipos por parte de los bancos centrales combinada con una inflación elevada, más marcada aún en los precios de la energía, ha hecho que los mercados se hayan posicionado defensivamente con respecto al crédito de forma general. Así, el precio de mercado implica una tasa de impagos muy superior al peor de los datos de la serie histórica de más de 50 años, lo cual es un escenario extremadamente negativo, y con los datos que tenemos actualmente la situación es muy distinta a 2008.

La salud de las empresas es buena.

Durante los años de política monetaria ultra laxa combinada con diferenciales de crédito excesivamente bajos como consecuencia de TINA (There Is No Alternative) los directores financieros hicieron sus deberes y refinanciaron las deudas de sus compañías a muy buenos términos en cuanto a vencimientos (largos), coste (muy bajo) y estructura (cupón fijo). Esto ha llevado a que el ratio de cobertura de intereses de la deuda se sitúe en máximos históricos en todos los segmentos, incluido el High Yield (las compañías cuentan con mayores beneficios para pagar sus intereses) y a que no existan vencimientos de deuda importantes en los próximos años. La consecuencia de esto es que los emisores tienen mucho tiempo, más del que han tenido nunca, para aguantar una tormenta, y es muy difícil diseñar un escenario en el que haya tasas de impago elevadas. Abajo se muestra la duración media de la deuda High Yield que llega casi a 6 años, donde no tendrían que refinanciar a tipos más altos. Y el siguiente los vencimientos por año en el mercado High yield en USD.





La renta fija empieza a estar bien remunerado.

Tenemos rentabilidades de entorno al 4,25 – 4,5% a vencimiento en deuda Investment Grade USA a 3 años, del 3,25-3,75% en Investment grade europeo, todo en deuda senior, si bajamos de senior ya pasaríamos a más del 6%-7% en USD y del 4,50% - 5% en deuda en euros.