

Comentario 1er semestre 2022

Frente a unas previsiones muy esperanzadoras a finales de 2021, entrando las economías en una fase de expansión postpandemia, la situación se ha deteriorado en este 2022. Principalmente, por el impacto de la inflación en las economías desarrolladas. Esto ha hecho que tanto los mercados de renta variable como los de renta fija haya sufrido su peor semestre desde 1970.

Pensábamos, a principio del primer trimestre de 2022, que, con la desaparición paulatina de los cuellos de botella en la cadena de suministros, la inflación iba a amainar. Sin embargo, el estallido de la guerra de Rusia y Ucrania tensionó más los precios, sobre todo los de energía y alimentos.

El empeoramiento de la inflación ha ido presionando a los bancos centrales para endurecer sus políticas monetarias, las curvas de tipos de interés han subido de manera drástica desde terreno negativo hasta terreno positivo, esto en nuestra opinión es lo que realmente ha hecho mella en los mercados; los bancos centrales y su política monetaria.

Da la impresión de que los bancos centrales tienen dos opciones; o inflación, o asomarse al abismo de la recesión, endureciendo su política, el mercado claramente cree que ha optado por la segunda. Sin duda, los bancos centrales tienen una empresa muy complicada entre manos, contener la inflación y mantener el crecimiento, y esto no va a ser fácil.

Si los banqueros centrales subestiman la solidez de la economía estadounidense, nos podríamos enfrentar a un periodo de inflación por encima de la media y del objetivo marcado. Pero si por el contrario actúan de una manera muy agresiva en sus subidas de tipos podrían pasarse de frenada y abocar a la economía a la recesión.

El descuento de los posibles movimientos en las políticas monetarias ha acarreado importantes subidas en la volatilidad y por ende tensión en los precios de los activos financieros, solo las materias primas se han apreciado este año, pero con una tremenda volatilidad, estando todos los demás activos financieros en negativo.

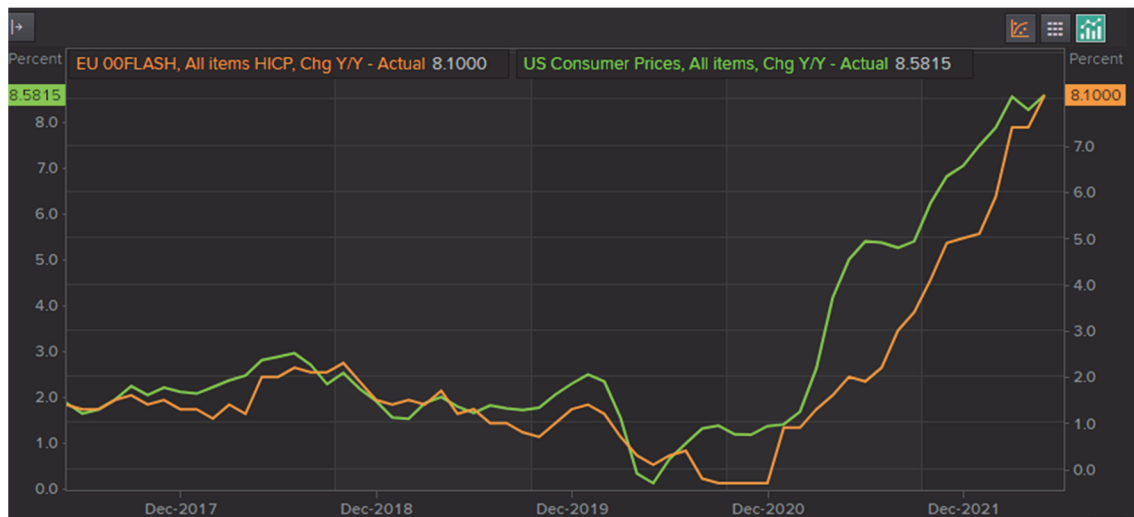
Rentabilidades anuales

Renta Variable Internacional			
	1 trim	2 Trim	YTD
DAX XETRA - Alemania	-9,25%	-11,31%	-19,52%
Eurostoxx50 - Europa	-9,21%	-11,47%	-19,62%
CAC 40 - Francia	-6,89%	-11,07%	-17,20%
IBEX 35 - España	-3,08%	-4,10%	-7,06%
Nasdaq - Tecnología EEUU	-9,08%	-22,47%	-29,51%
SP500 - EEUU	-4,95%	-16,45%	-20,58%
Russell 2000 - Pequeña EEUU	-7,53%	-17,20%	-23,43%
Elaboracion Propia . Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 30 Jun 22			

Renta Fija Internacional	
	YTD
Bund 10 y- Bono Aleman 10 años	-10,10%
US Treasury 10 y - Bono Americano 10 años	-11,28%
Investment Grade EU - Grado de inversion Europeo	-12,00%
Investment Grade US - Grado de inversion Americano	-14,30%
EM Sovereign - Emergente soberano	-17,90%
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 27 Jun 22	

Inflación

Los datos del mes de mayo, publicados en junio, mostraron que el índice de precios del consumidor en EEUU subió un 8,6% interanual en mayo —el mayor aumento desde 1981—, echando por tierra los supuestos de que la tasa anual de inflación había alcanzado un máximo en marzo/abril. La inflación intermensual también superó las expectativas, con un alza del 1% como consecuencia de los incrementos de los precios de la gasolina, los alimentos y los alquileres. En Europa, tuvimos movimientos parecidos, el índice de precios al consumidor se situó en 8.1%, según Eurostat. En el siguiente gráfico se comparan ambos IPC, la escala verde a la izquierda corresponde a US y la naranja a la derecha a Europa.



Sin embargo, el IPC subyacente en USA, excluido la energía y productos no elaborados si ha empezado a relajarse ligeramente desde sus máximos de marzo, y ya acumula dos meses bajando. La duda es si será un pequeño descanso para seguir subiendo o definitivamente marca máximos.

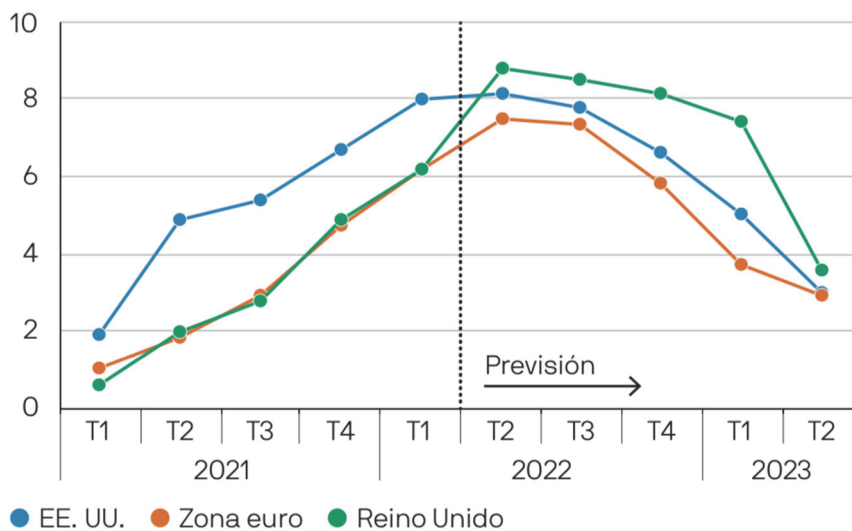


Debemos estar atentos a los datos en EEUU del 13 de julio. Sin duda, los datos de inflación van a ir marcando el ritmo de los mercados en los próximos meses, y una relajación de esta sería sin duda un catalizador para los mercados, tanto de renta variable como de renta fija.

Expectativas de IPC

Mediana de las previsiones de los economistas IPC General.

% variación interanual, media trimestral



Fuente: Bloomberg, Oficina de Estadística de EE.UU., Eurostat, ONS. JP Morgan Asset Management. 09 Junio 2022.

Las expectativas de IPC de los principales economistas recogen una importante relajación en 2023 de la inflación. Sin embargo, estos datos son antes del importante retroceso de las materias

primas desde hace unas semanas, y que de mantenerse en el tiempo seguro que hacen que las previsiones se relajen aún más.

Como ejemplo esto son algunos de los retrocesos desde máximos de algunas de las principales materias primas, datos 11 de julio:

Cobre. -31%



Petróleo Brent. -15%



Gas natural. -30%



ETF cesta materias Primas. -15,50%



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.

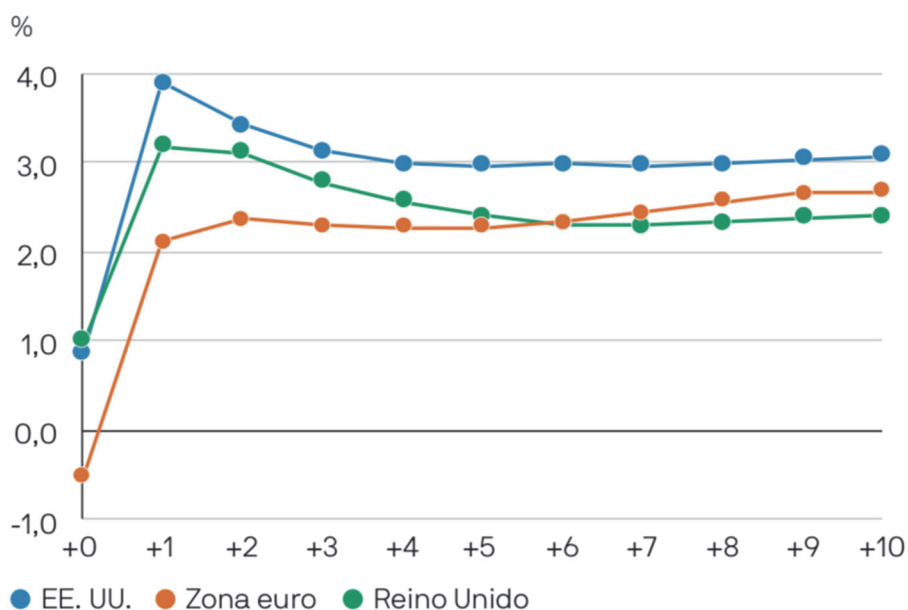
Obviamente ahora el mercado está descontando subidas de tipos, y lo está descontando de manera agresiva.

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. ($1\% \times 10$ años de duración).

Ante los movimientos de inflación comentados anteriormente. Los bancos centrales han endurecido su postura, de hecho, el 15 de junio la FED subió el tipo de referencia 0,75%, hasta el rango de 1.50-1.75%. El día 16 el Banco Central Suizo hizo lo propio, aunque con una inflación de solo el 2.5%, subió 0,50%. Previamente el BCE comunicaba el fin de su política de compra de bonos y una previsión de subida de al menos 0,25% en la reunión de julio.

Dicho esto, el mercado europeo descuenta la siguiente curva de tipos, situando el Bund alemán a 10 años en el 1,5%. Las expectativas de tipos oficiales si sitúan por encima.

Expectativas tipos de interés a 15 de junio



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Expectativas Calculadas con forwards sobre OIS. 15 de junio de 2022.

La curva en Usa es distinta, allí se descuentan unos tipos más altos, en nuestra opinión por dos factores; la economía estadounidense lleva un ritmo superior a la europea, sobre todo en el mercado laboral, y a la vez los propios banqueros centrales saben que en un ambiente de inflación un dólar fuerte puede hacer que el efecto inflación se diluya, algo que ha pasado por ejemplo claramente en Suiza, con el efecto de CHF fuerte comprando materias primas denominadas en USD.

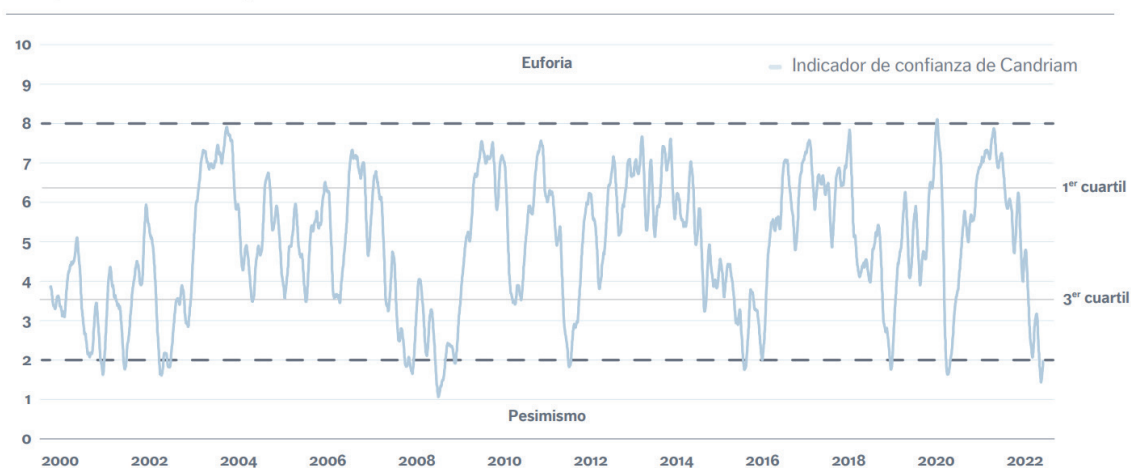
Situación de Mercado

Ante la situación descrita anteriormente los mercados no han reaccionado bien, y aunque el primer trimestre ya fue volátil, el mes de junio lo ha sido especialmente.

La volatilidad en renta variable es algo común e inherente a la misma, los inversores son capaces de soportar una fluctuación mas elevada en los mismos con el objetivo de tener una rentabilidad superior en el largo plazo. No obstante, estas fluctuaciones no son soportadas de la misma manera por el inversor en Renta Fija, y este año el inversor en renta fija está teniendo fluctuaciones a la baja en algunos segmentos incluso superiores a la de la renta variable.

Esta volatilidad en los activos financieros ha hecho que índices como la confianza del inversor este en lecturas muy pesimistas, o índices de expectativas económicas como el índice Zew alemán, que ha marcado su mínimo de la pandemia o de la gran crisis de 2008.

Índice de confianza del inversor



Fuente: Bloomberg, Candriam Datos del 01/01/2020 al 17/06/2022.

Índice ZEW. Julio 22



Generalmente cuando estos índices llegan a estas lecturas la probabilidad de alcanzar un mínimo aumenta drásticamente, y suele indicar oportunidades de inversión importante en el medio/largo plazo.

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 mas profundas de la que se descuenta en esta ocasión.

Rentabilidades peores años S&P500 desde 1970

Cierre indice	Año	Rendimiento
903,25	31/12/2008	-38,49%
68,56	31/12/1974	-29,72%
879,82	31/12/2002	-23,37%
3666,77	31/12/2022	-23,07%
97,55	31/12/1973	-17,37%
80,33	31/12/1966	-13,09%
1148,08	31/12/2001	-13,04%
63,1	31/12/1962	-11,81%
95,099998	31/12/1977	-11,50%
92,06	31/12/1969	-11,36%
1320,28	31/12/2000	-10,14%
122,550003	31/12/1981	-9,73%
330,22	31/12/1990	-6,56%
2506,85	31/12/2018	-6,24%
459,27	31/12/1994	-1,54%
2043,94	31/12/2015	-0,73%
1257,6	31/12/2011	0,00%

Fuente: Elaboración propia. Fecha 17 junio 2022. Mínimo SP500 en 2022.

Solo en tres ocasiones la perdida 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.

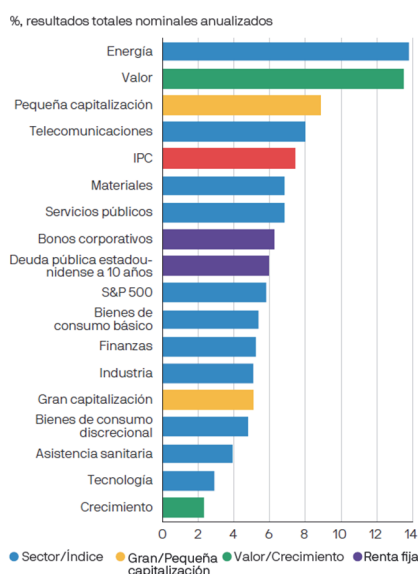
Estrategia de inversión

Con todos los datos analizados y aunque obviamente la volatilidad puede seguir apareciendo, creemos que debemos seguir con nuestra estrategia de construcción de cartera y aprovechar las caídas para seguir construyendo nuestra posición en renta variable de una manera prudente. La probabilidad de rebote es cada vez mayor, 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 en estos momentos y la que suele tener mejores resultados en el tiempo.

Estamos seleccionando 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, las principales casas de análisis mundial dan probabilidad del 10% al 25% de recesión severa, las demás probabilidades se centran recesión técnica y evitar 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. También si observamos los movimientos de las grandes manos inversoras estas están tomando posiciones de manera agresiva como Warren Buffet en Berkshire Hathaway, comprando acciones americanas, o Ray Dalio gestor del fondo de inversión más grande del mundo en Bridgewater associates, tomando e incrementando de manera agresiva sus posiciones sobre todo en China y mercados emergentes.

Históricamente incluso con inflaciones superiores a la media los activos reales, como las acciones se han apreciado y han tenido rendimientos positivos, si aprovechamos estas caídas la probabilidad se magnifica considerablemente. En el siguiente grafico se observa las rentabilidades anualizadas de los distintos sectores de mercado de renta variable durante la década de los 70 donde hubo una crisis de inflación importante. Los sectores de energía, materiales, telecomunicaciones y servicios públicos podrían ser más resistentes en un entorno estanflacionario.

Rentabilidad de los activos en la década de 1970



Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., French, Haver Analytics, Refinitiv Datastream, Shiller, Standard & Poor's, Ibbotson, J.P. Morgan Asset Management.

En resumen, creemos que ante la incertidumbre actual debemos ser cautos, por supuesto, pero con una estrategia constructiva y aprovechando estas caídas para ir acumulando de manera prudente, tanto algunos segmentos muy castigados en renta fija como sectores o zonas geográficas muy castigadas en renta variable, estamos en una situación de mercado mas de compra que de venta, el mercado ya ha puesto mucho en precio.

Estamos a vuestra disposición para comentar cualquier cuestión.

Feliz verano.