

## Comentario 4º trimestre 2022

Durante el cuarto trimestre del año se han moderado las pérdidas de 2022 en general, especialmente de la renta variable europea y emergente, liderado por China. La renta fija también se ha estabilizado, pero en menor medida. Los mercados USA se han quedado rezagados, la tecnología de hecho ha vuelto a caer en el 4º trimestre. Por primera vez en los últimos años los mercados de renta variable europeos se han comportado mejor que los americanos, a pesar de la guerra de Ucrania.

Como en el anterior trimestre, todo sigue centrado en una normalización de la inflación y política económica como punto de partida para una posible estabilización y una vuelta a las rentabilidades positivas. Como hemos ido comentando ese punto puede estar cada vez más cercano, los datos apuntan a que los máximos de inflación ya han sido alcanzados, y las últimas lecturas de IPC así lo atestiguan.

### Rentabilidades anuales

Renta Variable Internacional					
	1 trim	2 Trim	3 Trim	4 Trim	YTD
DAX XETRA - Alemania	-9,25%	-11,31%	-5,24%	14,93%	-12,35%
Eurostoxx50 - Europa	-9,21%	-11,47%	-3,96%	14,33%	-11,74%
CAC 40 - Francia	-6,89%	-11,07%	-2,71%	12,35%	-9,50%
IBEX 35 - España	-3,08%	-4,10%	-9,04%	11,71%	-5,56%
Nasdaq - Tecnología EEUU	-9,08%	-22,47%	-4,63%	-0,29%	-32,97%
SP500 - EEUU	-4,95%	-16,45%	-5,69%	7,55%	-19,44%
Russell 2000 - Pequeña EEUU	-7,53%	-17,20%	-2,19%	6,23%	-20,44%

Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 30 Dec 22

Renta Fija Internacional	
	YTD
Bund 10 y- Bono Aleman 10 años	-17,40%
US Treasury 10 y - Bono Americano 10 años	-11,70%
Investment Grade EU - Grado de inversion Europeo	-13,90%
Investment Grade US - Grado de inversion Americano	-14,40%
EM Sovereign - Emergente soberano	-15,30%

Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 30 Dec 22

### Inflación

La última lectura de inflación en USA a cierres de diciembre alcanza un 6,5% en términos anuales, lejos del máximo alcanzado en junio del 9,10%. En Europa, los máximos han tenido un decalaje de 4-5 meses produciéndose este pico en noviembre en el 10,6%, siendo el actual 9,2%. Es cierto que las últimas lecturas del precio de la energía, especialmente del gas y la electricidad, deben ayudar a que la inflación siga cayendo en los próximos meses. El invierno más suave de lo normal ha hecho que las reservas de gas de Alemania se mantengan al máximo. Esto es algo muy importante, muchas casas de análisis veían razonamiento de gas en las grandes fábricas

alemanas. Por este invierno tan cálido, recientemente Goldman Sachs ha elevado el crecimiento de la Eurozona a +0,6% este año evitando la recesión.

### IPC General USA

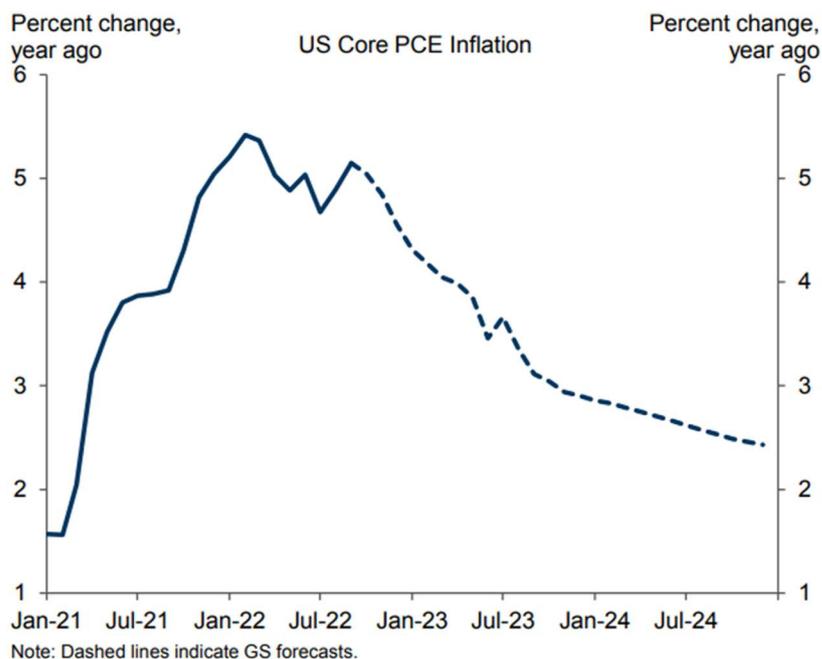


### IPC General Europa



Las previsiones es que la inflación siga moderándose, incluso que varios componentes de esta se instalen en la deflación a medida que va avanzando el año, cuando todas las cadenas de suministro estén totalmente reestablecidas.

### Expectativas de inflación subyacente en USA



Si observamos los fuertes movimientos de las materias primas también podemos inclinarnos a pensar que esas previsiones pueden ser válidas. Hay que tener en cuenta que a mitad de año en los componentes del IPC europeo un 50% correspondió a energía.

### Principales materias primas

Futuros Petróleo/Commodities		
Materia Prima	Ultimo	Variacion Max. 12M
Brent	78,96	-76,20%
WTI	74,14	-76,00%
Oro	1.835,50	-13,30%
Plata	23,28	-17,30%
Cobre	380,9	-31,50%
Niquel	29.636,00	-80,60%
Aluminio	2.235,25	-83,00%
Trigo	739,75	-81,10%

Fuente: Elaboracion Propia 05/01/2023

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

El coste de los fletes marítimos ya está totalmente normalizado en su media de los últimos años. El Baltic Dry Index 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.

Baltic dry Index. -81,69%.



## Tipos de interés

El segundo catalizador consecuencia del primero y que ha movido el mercado en los últimos meses ha sido el endurecimiento por parte de los bancos centrales de su política monetaria, bajando o eliminando la compra de bonos y subiendo 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. ( $1\% \times 10$  años de duración).

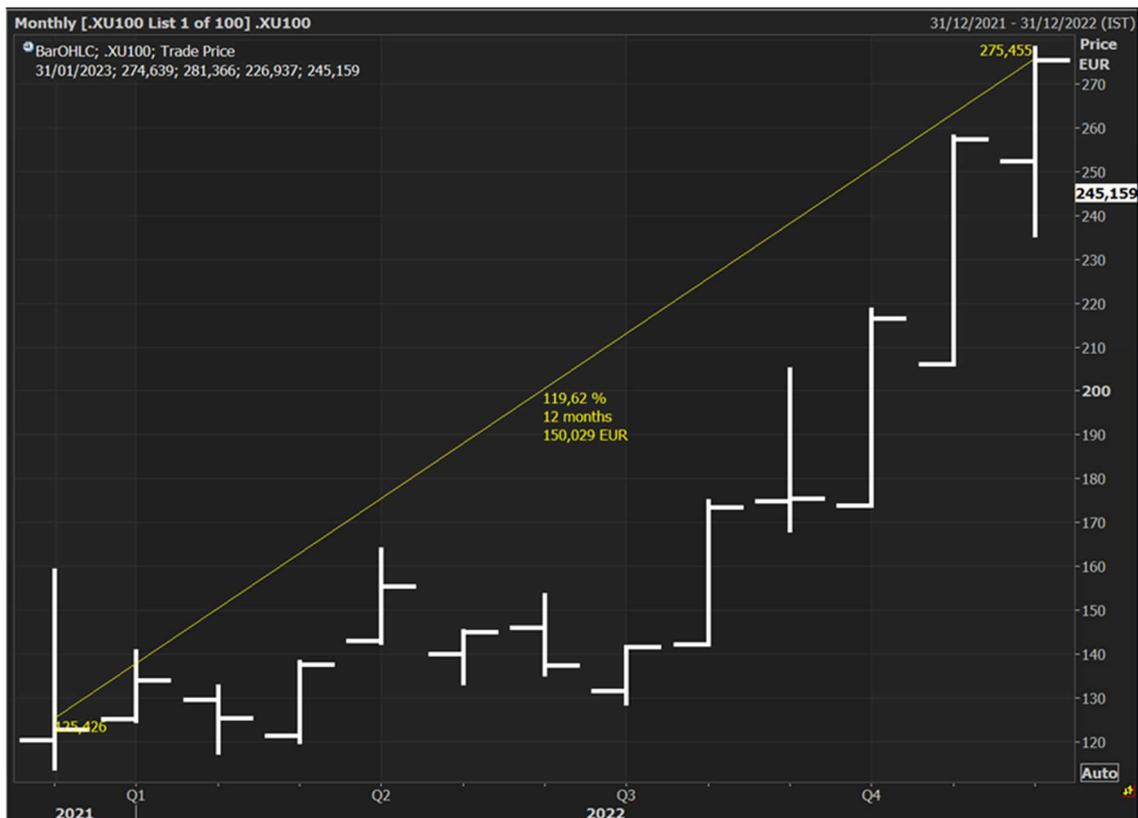
Estamos a vueltas de cual puede ser la tasa terminal para la Reserva Federal americana y el Banco Central europeo, y que los tipos pivoten o al menos no suban. Esto es difícil de predecir, aunque una relajación importante de los precios puede hacer que esta tasa terminal se alcance más pronto que tarde. Los últimos datos y comentarios de la FED apuntan a que al menos el ritmo de subidas se pueden relajar pasando a 0,25% por reunión, en Europa donde vamos por detrás en la subida de tipos quizá queden alguna subida aun de 0,50% que casi con toda seguridad será en la próxima reunión de febrero, una subida del 0,25% sería muy bien recibida por el mercado.

Lo que es un hecho es que la economía se esta enfriando, es decir, que la recesion o enfriamiento económico inducido por los bancos centrales se esta haciendo realidad.

## ¿Qué esperar de 2023?

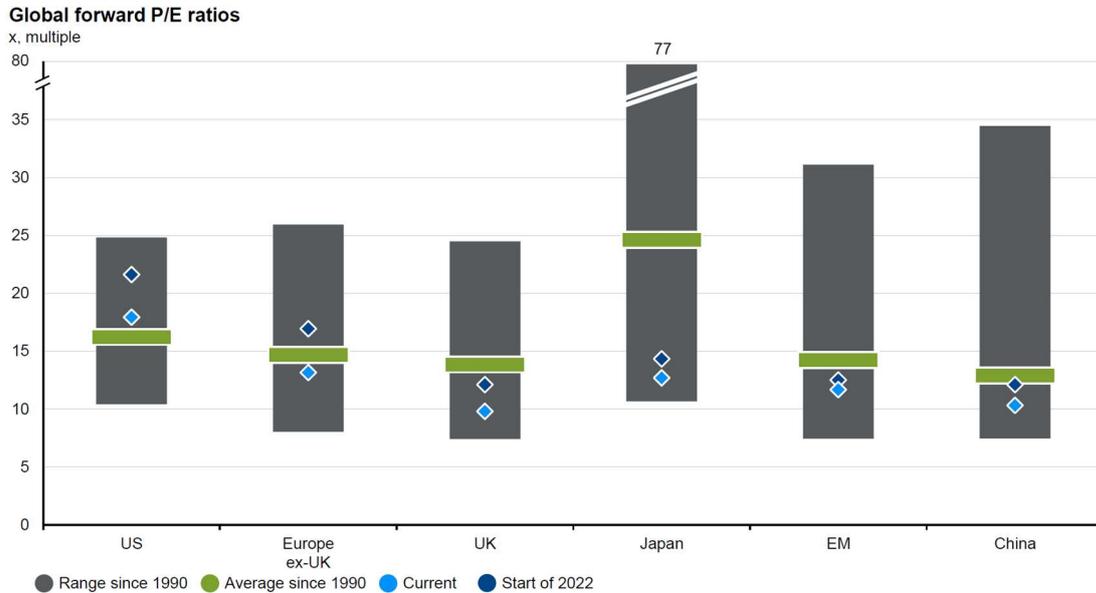
Esperamos un 2023 donde los mercados poco a poco vuelvan a la normalidad. Es previsible por los datos que hemos ido analizando que durante este año la inflación baje de manera importante, y aunque probablemente tengamos recesión en algunas zonas geográficas el consenso de la economía global es estar todavía en crecimiento, y ahí debe tener un gran peso los emergentes y en especial, de India, China e Indonesia. En los últimos días, grandes bancos como hemos reseñado Goldman Sachs, saliéndose del consenso, anticipan que la economía Europea pueda incluso evitar la recesión. La razón básica es la energía y el invierno anormalmente cálido que estamos teniendo en el viejo continente, y que hará que la gran industria alemana no sufra cortes de Gas al tener sus reservas al máximo.

Casi todas las casas de análisis dan ganadora la Renta Fija por encima de Renta variable, creemos que después del peor año en renta fija en más de 100 años las oportunidades de RF han aparecido y seguirán dándose. Esto beneficiará sobre todo al inversor conservador que ha visto como en los últimos años solo podía alcanzar rentabilidad asumiendo riesgo en otros activos principalmente en renta variable. Las caídas de 2022 en muchos casos fueron oportunidades para ir incrementando riesgo de manera prudente como hemos ido remarcando en nuestras reuniones e informes. No sabemos si ya habremos hecho suelo o no, pero abogamos a que si hay caídas adicionales estén sean utilizadas para tomar posiciones según nuestro perfil de riesgo. Mientras tanto una visión de neutralidad es nuestra gran recomendación, desde la infra ponderación del primer semestre de 2022. No olvidemos que en ambientes de inflación los activos reales entre otros la renta variable son los grandes beneficiados, aunque haya caída al principio. Véase el comportamiento de la bolsa turca este último año. La inflación ha sido de un 85% al cierre de diciembre, pero su índice en moneda local se ha apreciado un 190%, si lo ajustamos a euros su rentabilidad hubiera sido del 120% en euros, compensando en un 45% la inflación imperante.



Estadísticamente el mercado suele reaccionar al alza después de un años muy negativos y caídas superiores al -20%, y también si ese mismo año cae la renta fija y la renta variable al unísono. Las recientes caídas han hecho que la valoración de las bolsas en relación a su nivel histórico quede muy atractivas, especialmente para emergentes, Europa y Japón. En el siguiente gráfico se observa los PER actuales futuro en el punto azul, comparado con la media desde 1990 en verde y como empezaron 2022 en azul, el descuento es importante.

### PER Futuro



**Fuente: JP Morgan Nov 22.**

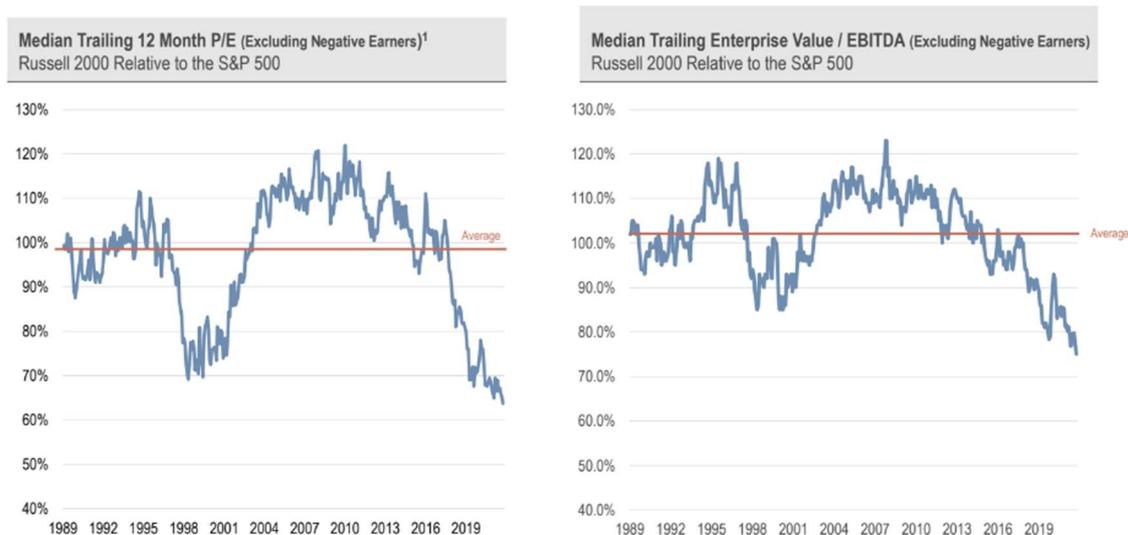
El pesimismo ha estado instalado en estos últimos trimestres en los mercados y no olvidemos que cuando esto pasa el efecto contrario se puede apoderar de los mercados. Hay que tener en cuenta que desde un punto de vista mundial esta crisis ha sido inducida por los bancos centrales, y por factores geopolíticos. Quizá la desaceleración pueda ser más suave y tener sorpresas positivas.

Respecto a las divisas somos cautelosos respecto al dólar al tener su ciclo de endurecimiento de la política monetaria más avanzado, así que estamos tendiendo a cubrir por cubrir toda nuestra exposición a dólar en las carteras. Además, si finalmente se produce este debilitamiento del billete verde probablemente los activos emergentes se vean beneficiados, tanto a nivel de renta variable como de renta fija, estos mercados están muchísimo más baratos a nivel de valoración que los desarrollados en general. La apertura en China también debería ayudar a los emergentes.

## Estrategia actual y futura de inversión

Hemos retomado posiciones en renta fija, desde la liquidez en cuenta, seguiremos haciéndolo en los próximos meses. Sobre todo, hemos comprado crédito europeo y renta fija a corto de gobiernos con rendimientos positivos entre el 2,5% y el 3%. Nos gusta la renta fija emergente, si sigue depreciándose el dólar desde máximos será un buen año para este tipo de activos.

En renta variable ha pasado algo similar, carteras infraponderadas han subido hasta neutrales o ligeramente sobreponderadas desde junio de 2022, seguiremos con esta estrategia de manera prudente en caso de caídas adicionales. Nos decantamos por valores value globales, también por valoración nos gusta la renta variable europea, japonesa y emergentes, especialmente China. Tenemos growth en las carteras, aunque infraponderado en relación con el value, desde hace año y medio. No descartamos subir nuestro peso aquí si los mercados siguen castigando este estilo de inversión, ya que están empezando a aparecer muy buenas oportunidades. También estamos trabajando en la incorporación de ideas de pequeña capitalización para la estrategia en renta variable, entendemos que desde un punto de vista histórico la renta variable pequeña capitalización esta mas barata que la gran capitalización. En el siguiente gráfico se aprecia el descuento de la pequeña capitalización americana respecto a la gran capitalización, tanto a nivel de PER, el primer gráfico, como a nivel de EBITDA. Si el gráfico azul está por encima de la línea roja la pequeña capitalización esta mas cara que la gran capitalización y viceversa. La ultima vez que tuvimos esta valoración la pequeña capitalización ganó un 5,00% mas de media que la gran capitalización en los siguientes 10 años, esto fue en el año 2000.



Fuente: Fury Research partnet Sep, 22.

En resumen, seguimos siendo cautos, por supuesto, pero con una estrategia constructiva y aprovechando buenos precios para ir acumulando de manera prudente, tanto en renta variable como en renta fija.

Estamos a vuestra disposición para comentar cualquier cuestión.