

Comentario 3 trimestre de 2023

Macroeconómico

Releyendo los comentarios de los estrategas de las principales gestoras de inversión mundiales todos están a vueltas con el aterrizaje suave o no, las implicaciones de una bajada o mantenimiento en la inflación, y lo más importante como irán actuando los bancos centrales en su política de tipos de interés según cada escenario. Todo parecía indicar que la FED dejaría de subir tipos en la reunión de septiembre, sin embargo, aunque no subió dejó la puerta abierta a nuevas subidas si la situación económica (sobre todo inflación) lo requiriera. Esto sin duda, no gustó al mercado como hemos visto en los retrocesos de los índices de renta fija y renta variable en las últimas semanas. Como veremos más adelante las caídas en septiembre-octubre, aunque no siempre se producen, estacionalmente son probables en años alcistas, con el subsiguiente rally en el cuarto trimestre.

Por supuesto, es complicado dilucidar que harán los bancos centrales en sus próximas reuniones, y el estar tan pendientes de datos económicos hace que la volatilidad en el corto plazo aumente. No obstante, nosotros debemos ver una foto global para saber cómo podemos posicionar nuestras carteras antes los escenarios más probables

En los próximos párrafos os voy a compartir algunas pincelas de un informe de JP. Morgan donde hace una mirada histórica a lo ocurrido después de alcanzar el tipo máximo de subida por parte de la Reserva Federal, que en cierto modo se podría extrapolar a Europa. Como llevamos tiempo comentando este ciclo de subidas de tipos de interés es uno de los más vigorosos de las últimas cuatro décadas (ver gráfico 1 y 2). A pesar de estas subidas, los esfuerzos por frenar el ritmo de crecimiento, especialmente en EE. UU., no han tenido un impacto significativo en el desarrollo económico del país. Esta resistencia ha generado un sentido de optimismo en cuanto a la posibilidad de que la economía experimente una transición suave, lo que se conoce como un "aterrizaje perfecto". Esto implicaría que la inflación regrese a su objetivo sin que la actividad económica se vea notablemente afectada. Aunque es complicado saber si habrá aterrizaje suave o no, lo que sí parece más certero es anticipar que el fin de los incrementos en las tasas de interés está próximo.

Gráfico 1. Tipos oficiales BCE desde su constitución

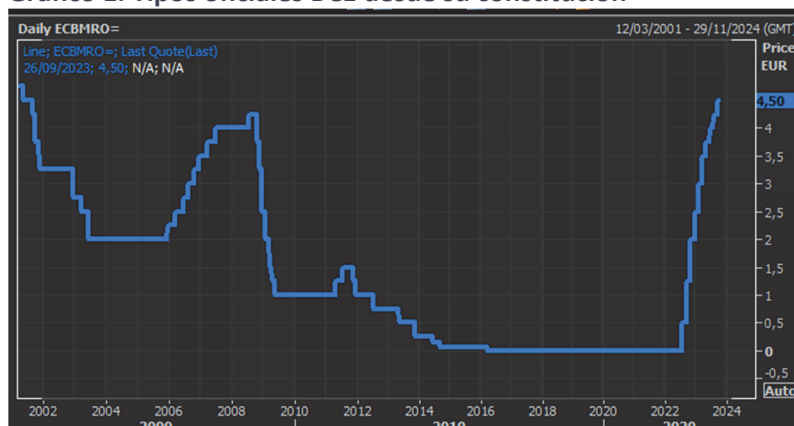
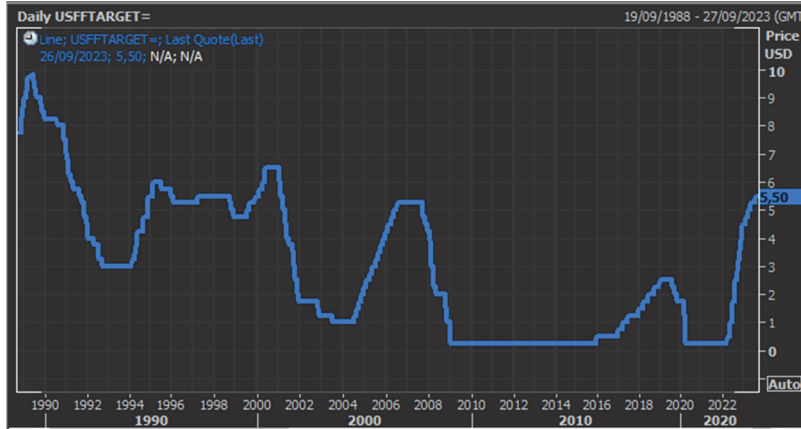


Gráfico 2. Tipos oficiales FED

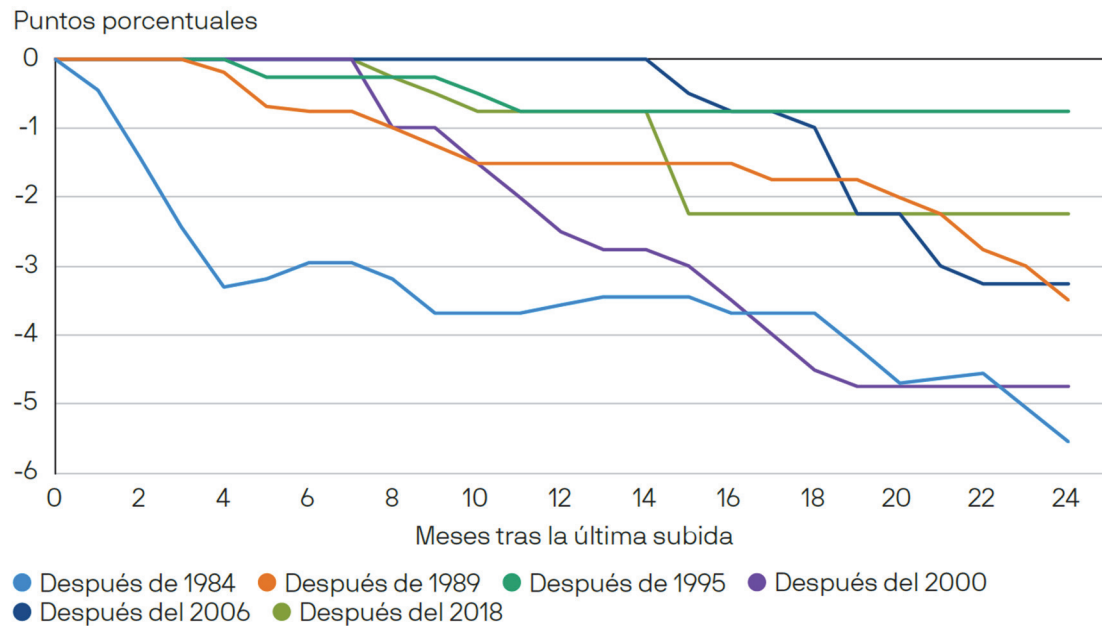


Una de las principales conclusiones de este análisis de los anteriores ciclos de subida de tipos, y el posterior comportamiento de los mercados, es que una pausa en el aumento de las tasas de interés es más propensa a beneficiar a los bonos del gobierno que a las inversiones en acciones. Aunque solo en una ocasión el mercado de acciones arrojó pérdidas en los siguientes dos años de mercado, y esto fue en el estallido de la burbuja tecnológica. Incluso en la gran crisis financiera los mercados de renta variable continuaron al alza por dos años desde la última subida de tipo (2006). Una cuestión importante es que, al nivel de tipos actuales, apoyarnos en renta fija puede ser un factor que nos ayude a alcanzar nuestros objetivos de inversión, a la vez de darnos una gran estabilidad a nuestra cartera por volatilidad.

La economía estadounidense suele tomar distintos caminos una vez que se ha alcanzado la última subida de tipos de interés. En ocasiones, la economía ha sufrido un colapso repentino, lo que llevó al banco central a reaccionar rápidamente mediante la implementación de recortes de tasas de interés. En otros casos, la economía ha demostrado ser resistente, lo que ha resultado en un período prolongado de tasas de interés estables, mientras los responsables observan gradualmente los efectos de sus medidas restrictivas en la economía.

En promedio, durante los últimos 40 años, ha transcurrido aproximadamente un período de 8 meses desde la última alza de tasas hasta la implementación del primer recorte de tasas en el ciclo siguiente. Sin embargo, es importante destacar que este plazo puede variar significativamente. Por ejemplo, en 1984, solo pasó un mes entre estas medidas, mientras que en 2006 transcurrieron 15 meses antes de que se llevara a cabo el primer recorte de tasas. (figura 3).

Gráfico 3. Cambios en los tipos de interés después de la última subida de la Fed en el ciclo

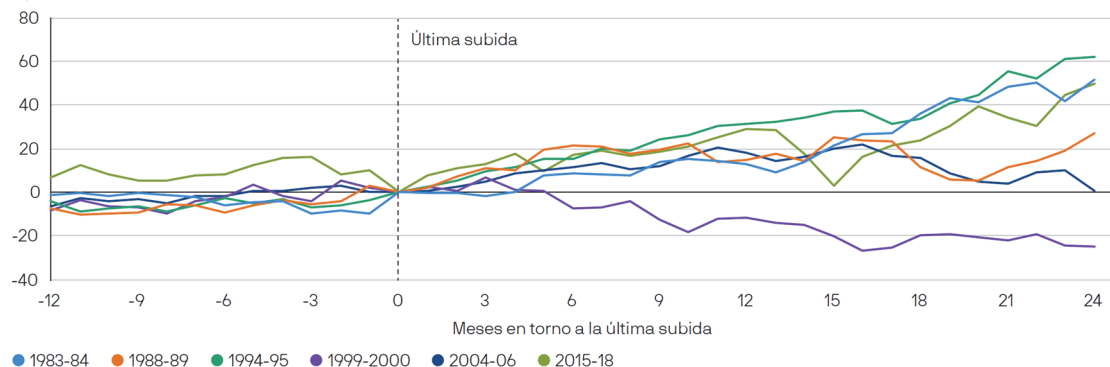


Fuente: Jp. Morgan.

En los mercados de renta variable, es común observar que los primeros seis meses posteriores al final de un ciclo de aumentos de tasas de interés suelen mostrar un desempeño positivo. Básicamente los efectos de endurecimiento de tasas de interés y su efecto sobre las ganancias corporativas lleva un tiempo, y las valoraciones de las inversiones en renta variable generalmente aumentan cuando el banco central cambia hacia una política menos restrictiva. Sin embargo, después de este período inicial, el panorama tiende a volverse menos favorable (ver figura 4).

Gráfico 4. Rentabilidades del S&P 500 en torno a la última subida de la Fed en el ciclo

%, rentabilidad sin dividendos indexada a cero en la fecha de la última subida



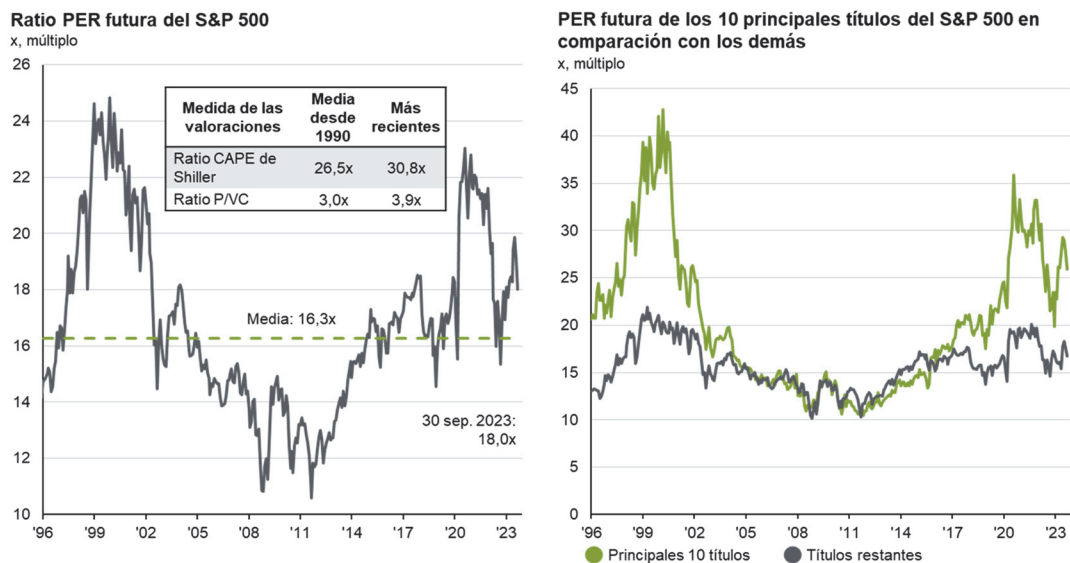
Fuente: S&P Global, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. Datos a 12 de septiembre de 2023.

Uno de los ejemplos notables de un "aterrizaje suave" en la historia reciente se produjo al final del ciclo que abarcó desde 1994 hasta 1995. En este caso, la pausa de la Reserva Federal no resultó en un aumento significativo del desempleo debido a la sólida salud de la economía. En consecuencia, la Fed mantuvo las tasas de interés cerca de su nivel más alto, lo que llevó al mercado de renta variable a alcanzar máximos históricos, anotándose un 60% de rentabilidad en dos años.

Por otro lado, a principios de la década de 2000, la situación fue muy diferente, aunque también es verdad que es la única de las estudiadas donde la renta variable americana cae con fuerza después de alcanzar el tope en los tipos de interés. El estallido de la burbuja tecnológica obligó a la Fed a reducir las tasas de interés en 250 puntos básicos durante los primeros 12 meses después del último aumento de tasas, y luego tuvo que recortarlas en otros 225 puntos básicos en el siguiente año. Sin embargo, a pesar de estas medidas de flexibilización, el mercado de renta variable no pudo mantenerse y el índice S&P 500 cayó aproximadamente un 25% en esos dos años.

Además del estado de la economía, las valoraciones en el mercado de renta variable desempeñan un papel crucial en las ganancias y pérdidas posteriores a una pausa en las alzas de tasas de interés. Cuando la Reserva Federal puso fin a su ciclo de aumentos de tasas en febrero de 1995, el índice S&P 500 se negociaba a un múltiplo de solo 12 veces los beneficios proyectados para el futuro, en comparación con un múltiplo de 15 en el año anterior. Esta situación marcó una diferencia significativa. En contraste, durante la burbuja de las puntocom, el panorama era completamente opuesto, ya que el S&P 500 cotizaba a múltiplos muy por encima de su promedio a largo plazo, alcanzando 24 veces los beneficios futuros a 12 meses en el momento en que se aplicó la última alza de tasas. El momento actual el S&P 500 cotiza a unos 18 veces beneficios, ligeramente por encima de la media histórica de 16,3. Sin embargo si extraemos de los índices las 10 empresas americanas de mas capitalizacion, es decir si tomamos las 490 empresas restantes del EEUU el Per esta en la media histórica, lo que desmentiría que el mercado americano está muy “caro”.

Gráfico 5. PER futuro del Sp500, y Per 10 mayores empresas y excluidas estas



Fuente: Jp. Morgan Guide to the markets.

Mercados financieros

Después de un sólido aumento en los mercados de renta variable en el primer semestre de 2023, durante el tercer trimestre hemos asistido a un periodo de ajuste que ha hecho que todos los índices pierdan enteros. Durante este período, los mercados desarrollados experimentaron de media una caída del 3,4% en la renta variable. Los índices value demostraron más resistencia en comparación con las acciones de crecimiento, que se volvieron más caras, con una rentabilidad del -1,7% durante el trimestre, en contraste con el -4,9% de las acciones de crecimiento. Veníamos hablando en informes anteriores que este año la diferencia la marcaban las grandes acciones tecnológicas, que ya en el informe del primer trimestre representaban más del 90% de la revalorización del S&P 500, ahora mismo este porcentaje ya es superior al 100%, y el conjunto de la bolsa americana el "S&P 493" esta en negativo en el año. También los índices europeos han recortado este trimestre si bien aquí el conjunto de mercado si es positivo en el año, algo que no pasa en el mercado asiático que todavía le pesa el mal comportamiento de China en los últimos meses.

Tabla 1. Resumen principales índices mundiales

Renta Variable Internacional				
	1 trim	2 Trim	3 Trim	YTD
Stoxx 600. Europa Eur	6,74%	0,89%	-2,54%	4,96%
IBEX 35 - España	12,19%	3,90%	-1,72%	14,57%
SP500 - EEUU USD	7,04%	7,84%	-3,25%	11,68%
Nasdaq - Tecnología EEUU USD	20,49%	15,16%	-3,06%	34,51%
Russell 2000 - Pequeña EEUU USD	2,74%	5,21%	-5,13%	2,54%
MSCI Asia Ex Japan EUR	2,10%	-1,90%	-4,26%	-2,68%
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 29 Sept 23				
Renta Fija Internacional				
	YTD			
Bund 10 y- Bono Aleman 10 años	-1,20%			
US Treasury 10 y - Bono Americano 10 años	-1,80%			
Investment Grade EU - Grado de inversion Europeo	2,30%			
Investment Grade US - Grado de inversion Americano	0,40%			
EM Sovereign - Emergente soberano	1,10%			
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 29 Sept 23				

Respecto a la renta fija, los mensajes duros de los bancos centrales han empujado los intereses al alza y los precios a la baja. Las ventas generalizadas en los mercados de bonos globales contribuyeron en parte a la presión sobre los activos de riesgo, y el índice global de renta fija aggregate cayó un 3,6% en el tercer trimestre. El mercado de bonos del Tesoro de EE. UU. se quedó rezagado de manera notable. En cuanto al segmento de crédito, la menor sensibilidad a las tasas de interés de los índices de referencia de los bonos high yield contribuyó a que tanto el mercado de bonos high yield de EE. UU. como el de Europa obtuvieran rentabilidades positivas, del 0,5% y el 1,5%, respectivamente.

¿Debemos esperar un rally en el tercer trimestre? o ¿seguirá la presión en los mercados como en el tercer trimestre? Sin duda esta es la pregunta del millón, la cual desafortunadamente no tengo respuesta 100% fiable. Una vez mas para dar mi opinión al respecto me remitiré al pasado con la intención de intentar intuir que podría pasar en los próximos 3 meses. Cuando el S&P 500

viene de un cierre de septiembre con rentabilidades superiores al +10% de un año en general positivo, en un 85% de las veces tenemos un rally en el cuarto trimestre con una media de subida del 5,5% adicional, y cuando no se ha producido, la pérdida no ha sido superior al -1.30%.

Tabla 2. Rendimientos medios del Sp500 en el 4 trimestre después de un año en positivo hasta septiembre superior al 10%

S&P 500 Performance When Up YTD Between 10-20% At the End of September			
Year	YTD Return End of September	S&P 500 Index Returns	
		October	Q4
1950	15.8%	0.4%	5.0%
1951	13.9%	-1.4%	2.2%
1961	14.8%	2.8%	7.2%
1963	13.6%	3.2%	4.6%
1964	12.2%	0.8%	0.7%
1976	16.7%	-2.2%	2.1%
1979	13.7%	-6.9%	-1.3%
1980	16.2%	1.6%	8.2%
1983	18.1%	-1.5%	-0.7%
1988	10.0%	2.6%	2.1%
1991	17.5%	1.2%	7.5%
1996	11.6%	2.6%	7.8%
2003	13.2%	5.5%	11.6%
2009	17.0%	-2.0%	5.5%
2012	14.6%	-2.0%	-1.0%
2013	17.9%	4.5%	9.9%
2017	12.5%	2.2%	6.1%
2019	18.7%	2.0%	8.5%
2021	14.7%	6.9%	10.6%
2023	12.8%	?	?
Average		1.1%	5.1%
Median		1.6%	5.5%
% Higher		68.4%	84.2%

Fuente: Carson Investment Research

Además, cuando agosto y septiembre cierra en negativo en un 92.3% del caso el cuarto trimestre ha sido positivo con una media de 7%, y solo en una ocasión ha continuado la caída en el cuarto trimestre.

Tabla 3. Rentabilidad del S&P500 tras un agosto y septiembre consecutivo en negativo.

S&P 500 Performance When Down 1% Or More In Both August and September				
Year	August	September	S&P 500 Index Returns	
			October	Q4
1952	-1.5%	-2.0%	-0.1%	8.3%
1956	-3.8%	-4.5%	0.5%	2.9%
1957	-5.6%	-6.2%	-3.2%	-5.7%
1959	-1.5%	-4.6%	1.1%	5.3%
1974	-9.0%	-11.9%	16.3%	7.9%
1975	-2.1%	-3.5%	6.2%	7.5%
1981	-6.2%	-5.4%	4.9%	5.5%
1985	-1.2%	-3.5%	4.3%	16.0%
1990	-9.4%	-5.1%	-0.7%	7.9%
2001	-6.4%	-8.2%	1.8%	10.3%
2011	-5.7%	-7.2%	10.8%	11.2%
2015	-6.3%	-2.6%	8.3%	6.5%
2022	-4.2%	-9.3%	8.0%	7.1%
2023	-1.8%	-4.2%	?	?
Average			4.5%	7.0%
Median			4.3%	7.5%
% Higher			76.9%	92.3%

Fuente: Carson Investment Research

Estas estadísticas nos inclinan a pensar que quizá estas correcciones representen una buena oportunidad de compra, y así lo pensamos. Creemos que es momento de llevar nuestra posición a neutral en renta variable, aprovechando estas caídas. Nos gusta mucho por valoración la renta variable de pequeña capitalización encontrándose en sus valoraciones más baratas de los

últimos 10 años. Mantenemos una posición aproximada del 50%/50% en los estilos de inversión growth y value, con preferencia en value global y europeo y en growth americano. Además, seguimos potenciando nuestras posiciones de renta fija aumentando de una manera paulatina las duraciones de nuestras carteras, y saliendo de posiciones neutras en duración como la que teníamos en High Yield flotantes que han tenido muy buen desempeño este año, ahora mismo primamos la calidad crediticia en nuestra estrategia en Renta Fija. Sin ninguna duda la renta fija cobra un sentido diversificador y de fuente de rentabilidad en las carteras, algo que no hacia desde hace algunos años.

Cualquier cuestión, como siempre, estaremos encantados de comentarla.

Reciban un cordial saludo.