

Newsletter

NOVIEMBRE 2022

Nuestra visión general

La volatilidad de los mercados durante este año continúa siendo atípica. Noviembre ha sido otro mes con movimientos superiores al $\pm 5\%$, la séptima vez que ocurre en lo que llevamos del año en el índice S&P 500. En esta ocasión el signo ha sido positivo, continuando con la recuperación del mes de octubre.

La explicación para encontrar un desempeño tan positivo durante el mes (5.4% para el índice S&P 500) sigue siendo una contradicción. Los datos macro en EEUU comienzan a deteriorarse, apuntado hacia una desaceleración en la economía para el próximo año. La buena noticia vino por parte de una inflación menos elevada de lo esperado, cayendo de un 8.2% a un 7.7%, nivel que no se alcanzaba desde el inicio de año, aunque se encuentra todavía muy lejos del objetivo de la Reserva Federal. Sin embargo, los mercados han interpretado como positiva esta disminución en la inflación y esperan que la Reserva Federal reduzca la dureza en su política monetaria.

En el plano político, las elecciones de mitad de término supusieron el esperado cambio de signo en el parlamento, dejando un sabor más dulce de lo esperado para el partido demócrata que esperaba un resultado mucho más negativo. Esto pone en cuestión el liderazgo de Donald Trump y, por el otro bando, Joe Biden parece decidido a presentarse a la reelección como presidente.

La reacción inmediata de los mercados ha sido marginalmente positiva, ya que esta situación supone un equilibrio de fuerzas que previene al gobierno de políticas que puedan ser contraproducentes en el mundo corporativo.

Acciones

	S&P 500	Euro Stoxx 600	MSCI EM	Nikkei 225	MSCI World	MSCI Asia Ex Japan
P/E Forward	17.92	12.27	11.65	15.17	15.88	13.30
YTD	-17.3%	-10.6%	-21.0%	-3.8%	-16.3%	-20.4%
Caída desde Max	-18.2%	-11.9%	-23.4%	-5.8%	-17.1%	-22.5%
QTD	13.8%	13.5%	11.0%	7.8%	14.6%	11.4%
Noviembre 22	5.4%	6.8%	14.6%	1.4%	7.0%	18.7%

Datos en divisa local a 30/11/22

Seguimos pensando que la fuerte subida de las acciones corresponde a un repunte al alza dentro de un mercado bajista en lugar de un cambio de tendencia de los mercados. Creemos que la renta variable podría encontrar nuevos mínimos en los próximos meses, si el deterioro macroeconómico continúa junto con niveles de inflación menores, pero todavía elevados.

Otro aspecto que se debe destacar durante este año, y especialmente durante noviembre, es el desplome en los mercados de criptomonedas a raíz del colapso de FTX. Bitcoin acumula pérdidas desde inicio de año superiores al 60%.



Geográficamente, el mes de noviembre ha sido especialmente positivo para los mercados emergentes, donde el chino ha destacado por una recuperación de casi el 13% tras la fuerte caída del mes anterior. No se han producido grandes cambios estructurales en el país, pero sí se percibe un cambio en la política de “Covid-cero”, por lo que la actividad podría volver a recuperarse en los próximos meses. Los mercados europeos vivieron un muy buen mes debido al temor de que una crisis energética más aguda impacte muy negativamente al suministro. Sin embargo, el buen tiempo que se ha vivido en la región y los elevados niveles de reservas de gas invitan a pensar que no se producirá una recesión tan grave.

Tanto los mercados europeos como el japonés experimentaron fuertes ganancias en noviembre, batiendo a las del índice estadounidense S&P 500. Nuestra visión sigue siendo más negativa para Europa, por las dificultades que presenta su transición energética y mayor inflación, que para Japón, que cuenta con una inflación más moderada y con una política monetaria más acomodaticia que la del BCE. En términos de múltiplos, ambos mercados se encuentran atractivos en términos históricos y relativos al estadounidense. Sin embargo, creemos que este descuento se encuentra justificado por la menor ciclicidad de su economía y mayor independencia energética. Sectorialmente, las compañías industriales y financieras, que son más sensibles al ciclo que la tecnología o los servicios básicos, tuvieron un mejor comportamiento, algo difícil de explicar ante un escenario de desaceleración económica.

En nuestro último comité de inversiones reiteramos una visión cautelosa en los mercados, infraponderando el riesgo en acciones. Asimismo, pensamos que las acciones de calidad, defensivas, que paguen dividendos sólidos y crecientes tendrán un mejor comportamiento que otras más cíclicas y centramos nuestras recomendaciones en estos sectores.

Renta Fija

La curva de tasas de interés de los bonos del tesoro americano sigue estando invertida, en la que el diferencial entre el rendimiento del bono de 10 años y 2 años superaron los 90 puntos básicos. En el pasado, esta diferencia ha solido preceder a recesiones en los Estados Unidos.

En el contexto de un entorno recesivo, los bonos de largo plazo han obtenido históricamente rentabilidades positivas, por lo que empezamos a tener una visión no tan negativa en los plazos más largos de los bonos.

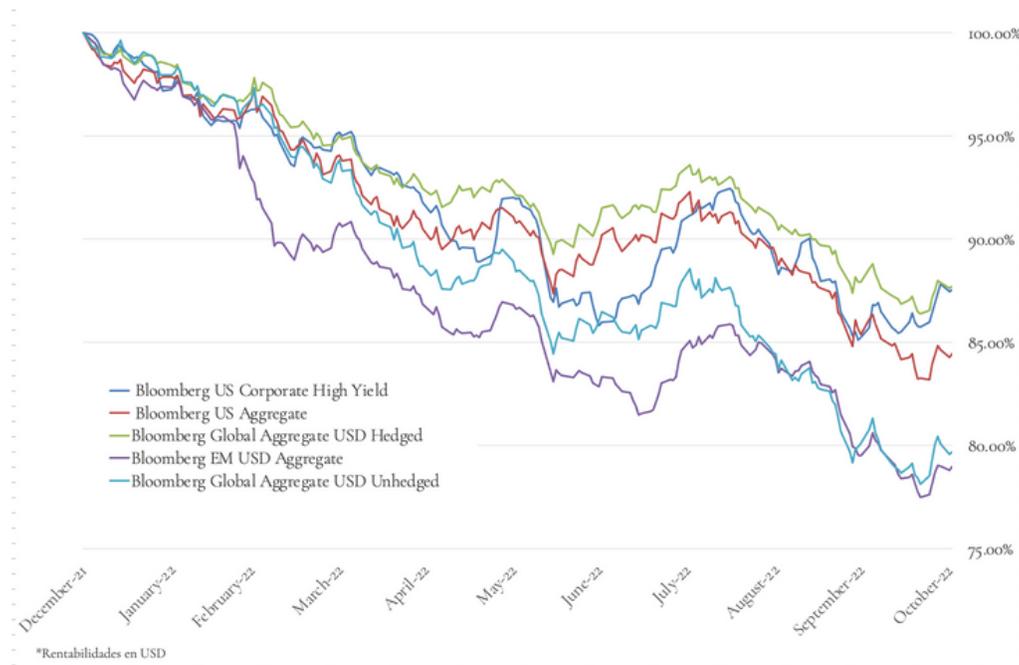
Durante el mes, la renta fija ha invertido la fuerte tendencia negativa y vieron modestas ganancias. Tanto el riesgo de duración (sensibilidad a movimientos en las

tasas de interés) como el de crédito se han recuperado. El índice Barclays US Aggregate de bonos de alta calidad y duración cercana a los 7 años obtuvo una rentabilidad del 3.7%, mientras que el Bloomberg US Corporate High Yield ganó un 2.2%, teniendo una duración inferior pero diferenciales de crédito superiores.

Al igual que en la renta variable, mercados emergentes en divisa fuerte, que cuentan con ambos riesgos (duración y crédito), obtuvieron rentabilidades muy positivas. Son muchos los retos a los que las economías emergentes se enfrentan, pero su deuda también compensa esta incertidumbre con un rendimiento que ya supera el nivel del 8%. Es muy probable que la volatilidad se mantenga elevada en estos bonos por algún tiempo, no obstante, pensamos que no se producirá una tasa impago tan alta como en estos momentos se descuenta en el precio y estas emisiones nos resultan interesantes.

Los bonos convertibles también se recuperaron durante el mes, aportando algo de valor añadido a nuestras carteras.

Performance YTD



Monedas

El dólar estadounidense, en relación con prácticamente todas las monedas, se ha depreciado durante el mes. La expectativa de una Fed menos restrictiva y un crecimiento más moderado en EEUU propicia la normalización en las tasas de cambio, que se habían visto depreciadas considerablemente durante este año.

Pensamos que esta normalización en la cotización de la divisa norteamericana debería continuar en el mediano plazo, no exenta de volatilidad provocada por las incertidumbres relacionadas tanto con el devenir de la guerra como con el endurecimiento de la política monetaria de la Fed.

El peso mexicano ya superó sus promedios móviles de medio y largo plazo desde que comenzó a apreciarse en marzo y desde entonces ha superado en rentabilidad a todas las monedas de mercados emergentes, con la excepción del rublo ruso.

En divisas, también quisiéramos comentar el buen comportamiento que ha tenido el oro durante el mes, influenciado por el abaratamiento del dólar.

Moneda	Cierre*	1Yr	YTD	Min 12 m	Q3 2022	QTD
EUR	1.049	-7.04%	-7.73%	0.954	-6.5%	7.0%
GBP	1.219	-8.10%	-9.92%	1.035	-8.3%	9.1%
JPY	136.750	20.51%	18.83%	113.140	6.6%	-5.5%
MXN	19.755	-6.93%	-3.77%	19.040	0.1%	-1.9%

*05/12/2022