



Newsletter

OCTUBRE 2022

Nuestra visión general

La volatilidad de los mercados durante este año continúa siendo atípica. Octubre ha sido otro mes con movimientos superiores al $\pm 5\%$, la sexta vez que ocurre en lo que llevamos de año en el índice S&P 500. En esta ocasión el signo ha sido positivo, recuperándose gran parte de las pérdidas del mes anterior.

La explicación para encontrar un desempeño tan positivo durante el mes (8.0% para el índice S&P 500) no es para nada obvia. Los datos macro han tenido un carácter mixto. La creación de empleo y la producción industrial se mantuvieron en niveles sólidos mientras que la inflación core no ha cedido y el Índice Económico de Compras decae, aunque todavía se encuentran en niveles de expansión. Los indicadores adelantados no apuntan hacia una reaceleración del crecimiento económico.

De hecho, la explicación más plausible viene por la esperanza del mercado que, ante un deterioro en las condiciones macro, el ritmo de aumento de tasas se desacelere. Ya hemos comprobado durante este año la fuerte relevancia que tienen las tasas de interés en los múltiplos de la renta variable. Pensamos que esta fuerte subida en 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 elevados.

Acciones

	S&P 500	Euro Stoxx 600	MSCI EM	Nikkei 225	MSCI World	MSCI Asia Ex Japan
P/E Forward	17.33	11.58	10.61	14.97	15.35	11.63
YTD	-19.1%	-14.8%	-29.6%	-3.9%	-20.1%	-31.8%
Caída desde Max	-20.0%	-16.1%	-33.0%	-7.7%	-20.8%	-35.2%
Q3 2022	-5.3%	-4.8%	-12.5%	-1.7%	-6.2%	-14.6%
Octubre 2022	8.0%	6.3%	-3.2%	6.4%	7.2%	-6.1%

Datos en divisa local a 31/10/2022

El otro aspecto que ha ganado la atención de los mercados es la publicación de resultados del tercer trimestre, que han comenzado a reflejar las dificultades macro actuales, tras un inicio de año bastante positivo. En EEUU, han publicado alrededor de tres cuartas partes del índice S&P 500 con un crecimiento negativo del 3%. Los sectores cíclicos como materiales, servicios de comunicación y financieros han sido los que más han decepcionado al mercado. Curiosamente en Europa, al borde de la recesión, y especialmente en Japón, las sorpresas positivas superan a las del mercado norteamericano.

Geográficamente, el mes de octubre ha sido negativo para los mercados emergentes, donde el mercado Chino ha destacado por sus caídas de doble dígito. No sólo se debe a la decepción en términos de políticas concretas que supuso el vigésimo congreso del partido comunista, donde había muchas esperanzas, sino que China actualmente se enfrenta a muchas dificultades como una crisis inmobiliaria muy fuerte, una elevada incertidumbre geopolítica y un nivel de contagios Covid, que dificulta la recuperación económica. Sin embargo, nosotros pensamos que las valoraciones de las acciones se encuentran en niveles atra-



ctivos y el crecimiento económico pueda repuntar conforme se suavicen las medidas de restricción a la movilidad o “política zero-covid”. Además, China se encuentra en una fase del ciclo en la que sus instituciones podrían aumentar los estímulos tanto fiscales como monetarios.

Los mercados europeos y el japonés vieron ganancias en octubre, aunque en menor medida que las del índice estadounidense. Nuestra visión es 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.

En nuestro último comité de inversiones reiteramos una visión cautelosa en los mercados, infraponiendo 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

Los bonistas siguen debatiéndose sobre qué situación macroeconómica prevalecerá; si una inflación persistente que dará lugar a alzas continuadas en el tiempo, o bien, si la economía se desacelerará lo suficientemente rápido como para reducir la inflación y requerir de estímulos monetarios. Las tasas de medio largo plazo se moverían en direcciones opuestas en uno u otro caso.

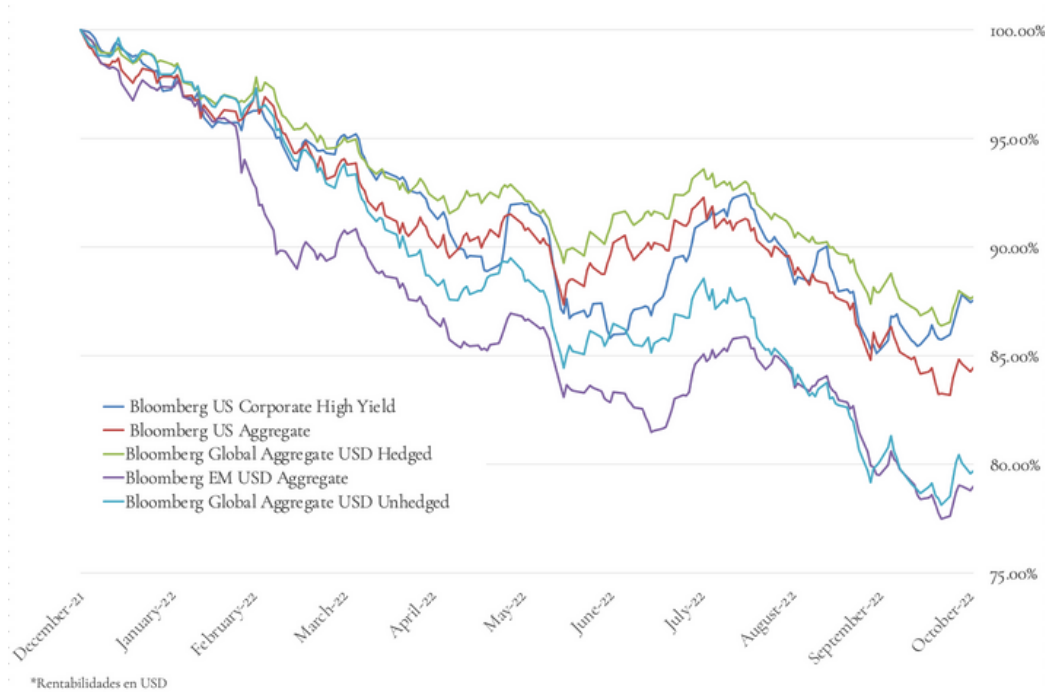
Durante el mes, la renta fija ha continuado con su tendencia negativa y ya supone la peor caída para los bonos soberanos en varias décadas. El riesgo de duración (sensibilidad a movimientos en las tasas de interés) ha sido el más castigado en octubre mientras que el crédito corporativo, especialmente el de peor calidad, vieron ganancias durante el mes. Los mercados emergentes en divisa fuerte, que cuentan con ambos riesgos (duración y crédito), obtuvieron rentabilidades intermedias.

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 continúe en los 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.

La forma de la curva de tasas de interés del dólar norteamericano continúa invertida, siendo el tramo más corto, entre 0 y 6 meses, el que tiene una mayor pendiente, descontando más subidas de tasas de interés por parte de la Fed. Sin embargo, a partir de este punto el mercado ya comienza a descontar un cambio de política monetaria por parte de la Fed, esperando algún recorte en tasas de interés. La pendiente de los tramos más largos de la curva es negativa. En este contexto, pensamos que el tramo donde más valor existe es el inicial y nos centramos en duraciones relativamente cortas, en torno a los 3 primeros años. En cuanto a crédito corporativo, los diferenciales que compensan por el riesgo de impago han aumentado lo suficiente como para cubrir un incremento en los “defaults”. Sin embargo, el mayor riesgo que apreciamos en los bonos de alto rendimiento vendría por una disminución drástica en la liquidez propiciado por la incertidumbre macroeconómica y a que la Reserva Federal no sólo está encareciendo los costes de financiación mediante subidas de tasas de interés sino que ha comenzado a reducir su balance mediante ventas de las posiciones que tan agresivamente compró para estimular la economía durante la pandemia.

Performance YTD



Monedas

El dólar en relación con prácticamente todas las monedas permanece en niveles elevados. La subida de los tipos de interés en EE.UU., el aumento de los precios de las materias primas (que se cotizan en dólares) y el hecho de que Europa compre ahora gas natural licuado en dólares (antes Europa pagaba el gas ruso en euros) son causas importantes de la fortaleza del dólar.

Pensamos que parte de esta apreciación de la divisa norteamericana debería revertirse en el medio plazo, aunque para tomar posiciones en este sentido quizás sea mejor esperar a que se aclaren un poco 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.

Que esa fortaleza perdure depende en gran medida del Banco de México. Se espera ampliamente que el banco central suba la tasa de interés en 50 puntos básicos este mes y el mercado de swaps descuenta al menos otros 250 puntos básicos.

Moneda	Cierre*	Q3 2022	YTD	1Yr	Min 12 m
EUR	0.98	-6.50%	-13.79%	-15.35%	0.95
GBP	1.12	-8.30%	-17.45%	-17.10%	1.04
JPY	145	6.60%	25.77%	30.06%	111
MXN	20.1	0.10%	-1.91%	-2.43%	19.4