



Newsletter

SEPTIEMBRE 2022

Nuestra visión general

Durante el mes de septiembre, otro mes más, los mercados sufrieron fuertes pérdidas y otra vez más debido a una inflación más persistente de lo esperado, que ha supuesto que los Bancos Centrales estén todavía más decididos a combatirla.

El dato de inflación de agosto en EEUU, tras un ligero respiro en junio, volvió a aumentar para situarse en el 8.3%, muy lejos del objetivo de la Reserva Federal. Esta noticia supuso que los mercados automáticamente descontasen mayores subidas de tasas de interés, que esperan que alcance el nivel del 4.25% a finales de este año.

El resto del mundo no se mantuvo al margen y otros Bancos Centrales como el de la Eurozona, México, India, Indonesia, Sudáfrica, entre otros, también tuvieron que reaccionar a inflaciones elevadas con alzas en sus tasas.

Acciones

	Global MSCI World	EEUU S&P 500	Europa Euro Stoxx 600	Japón Nikkei 225	Asia MSCI Asia Ex Japan	Emergentes MSCI EM
Septiembre	-9.3%	-9.3%	-6.6%	-7.7%	-12.9%	-11.9%
YTD	-21.6%	-20.6%	-17.8%	-5.1%	-26.8%	-26.2%
Caída desde Max	-22.3%	-21.5%	-19.1%	-8.8%	-30.8%	-30.3%
P/E Forward	14.9	16.8	11.2	15.0	12.3	11.0

El efecto de una inflación elevada y tasas de interés crecientes no afecta únicamente a los bonos, sino que también lo hace a la renta variable en la forma de una reducción de múltiplos, que se ha materializado muy agresivamente durante la primera mitad de este año, y de menores márgenes por un aumento en los costos, algo que no se ha notado en el crecimiento de beneficios corporativos pero que muchos analistas ya apuntan en sus predicciones.

Por otro lado, las medidas en materia de política monetaria tienen la misión de "enfriar" la demanda con el objetivo de reducir la inflación, y esto supone una mayor ralentización en el crecimiento económico. Cuanto más persistente sea la inflación, más agresivos serán los Bancos Centrales en su sub-

ida de tasas de interés, por lo que la demanda se verá más afectada y por consiguiente existirá un menor crecimiento económico. Los mercados empiezan a temer que esta dinámica sea lo suficientemente duradera en el tiempo como para provocar una recesión económica de ámbito global. Sin embargo, atendiendo a los datos de ventas al por menor, la demanda en el consumo norteamericano continúa siendo muy estable.

En nuestro comité de septiembre reiteramos nuestra 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.



Geográficamente, pensamos que Europa y algunos países emergentes se encuentran en una situación más compleja que los EEUU, por lo que preferimos las acciones norteamericanas dentro del universo global. Europa se enfrenta a una crisis energética provocada por la guerra en Ucrania y las sanciones a Rusia; cuenta con las fricciones que supone la unión monetaria y es una economía mucho más dependiente del crecimiento global, por lo que evitamos la exposición a la región.

En los países emergentes, pensamos que la fase del ciclo en la que se encuentra China les permite a sus instituciones aumentar los estímulos fiscales y monetarios, algo que históricamente ha sido muy positivo para sus activos. Además, empiezan a relajar su política de “Covid-zero”, por lo que podrían beneficiarse del efecto reapertura de las medidas preventivas contra el Virus y a mediados de este mes se celebrará el vigésimo congreso del partido comunista donde, previsiblemente, se reelegirá a Xi Jinping como presidente y a los nuevos miembros del Politburó. Esto podría propiciar el anuncio de nuevas medidas para reactivar el crecimiento económico y favorecer el mercado chino de acciones.

Renta Fija

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. Tanto el riesgo de duración (sensibilidad a movimientos en las tasas de interés) y el de crédito (riesgo de impago) obtuvieron pérdidas substanciales. Entre ellas, destacan las de los mercados emergentes, que cayeron más de un 5% en el mes.

Son muchos 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.

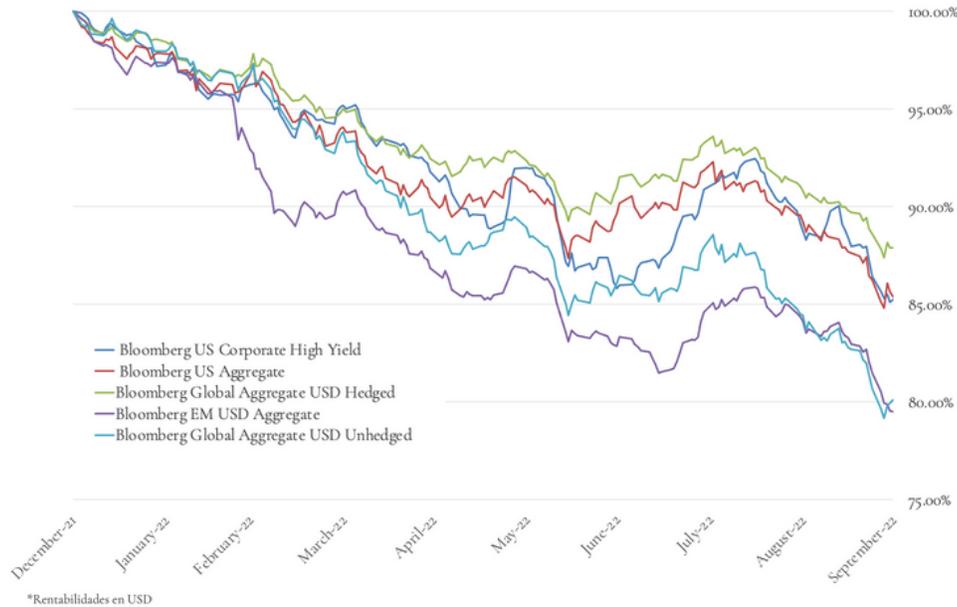
Un aspecto muy interesante en estos momentos del mercado de bonos es la forma de la curva de tasas de interés del dólar norteamericano. En el tramo más corto, entre 0 y 6 meses, tiene una pendiente muy empinada, descontando más subidas de tasas de interés por parte de la Fed. Después, un tramo más plano hasta los 3 años, donde se alcanza el rendimiento máximo de la curva en niveles próximos al 4.5% y, por último, un tramo en el que descienden los rendimientos y encuentran su mínimo en los 10 años con un rendimiento alrededor de 3.75%.

Esta inversión de la curva históricamente ha servido como indicador adelantado de que la economía se encamina hacia una recesión y los inversores descuentan bajadas de tasas en el medio plazo, que estimularían la economía. Sin embargo, nos encontramos con una inflación muy elevada y persistente, por lo que en el muy corto plazo no deberíamos esperar medidas de estímulo sino medidas de enfriamiento que atemperen la elevada inflación.

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.

Un aspecto muy interesante en estos momentos del mercado de bonos es la forma de la curva de tasas de interés del dólar norteamericano.

Performance YTD



Monedas

El dólar se ha mantenido fuerte en septiembre: +2% intermensual, +13.8% en lo que va de año frente al euro. 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 el euro se acabará apreciando contra el dólar, 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 la disponibilidad de gas durante el invierno.

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