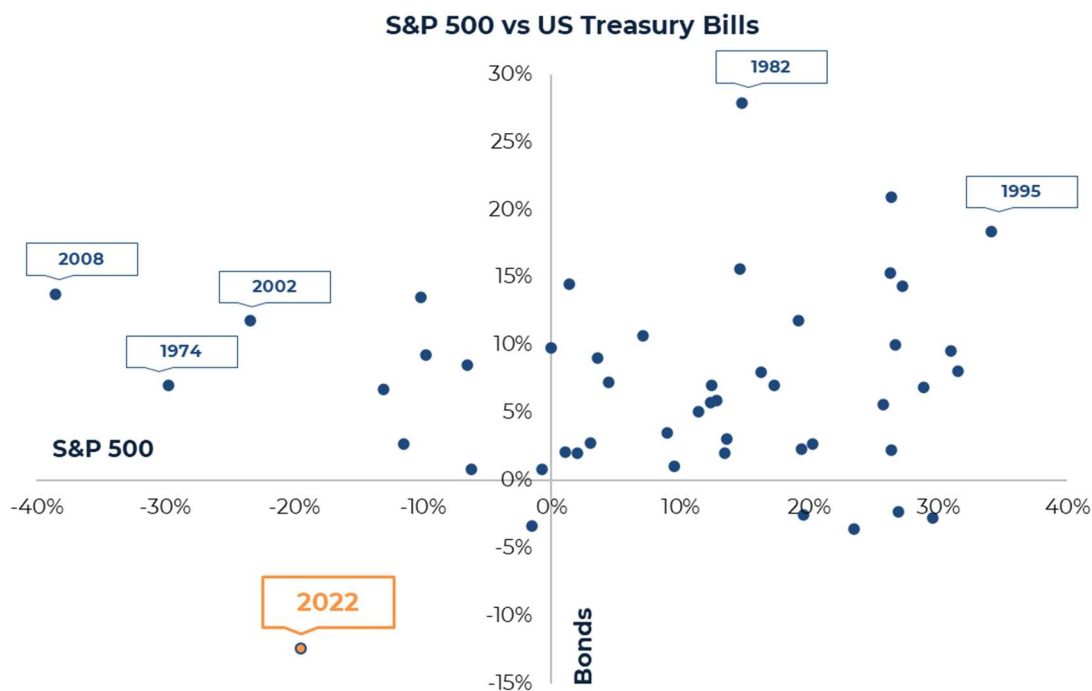


Año 2022: la observación atípica

En los mercados, muchas veces hablamos de descorrelación entre activos. Seguramente habrán oído que los activos de renta fija tienen un comportamiento opuesto al activo de más riesgo de la cartera, la renta variable. Este efecto es el que nos permite proteger las carteras en entornos virulentos, dado que, si la renta variable tiene un mal comportamiento, la parte del patrimonio invertido en renta fija suavizará la caída. Pues eso no ha pasado este año.

Como pueden ver en el gráfico, tanto el retorno de la bolsa como el de los bonos han sido negativos, por segunda vez en la historia desde el año 1994. Pero no solo eso, sino que ha sido el año de mayor caída de los bonos y el cuarto de mayor caída en la bolsa. Como comprenderán, esto no es habitual. Este año ha sido un evento de cola en los mercados financieros, una observación atípica.

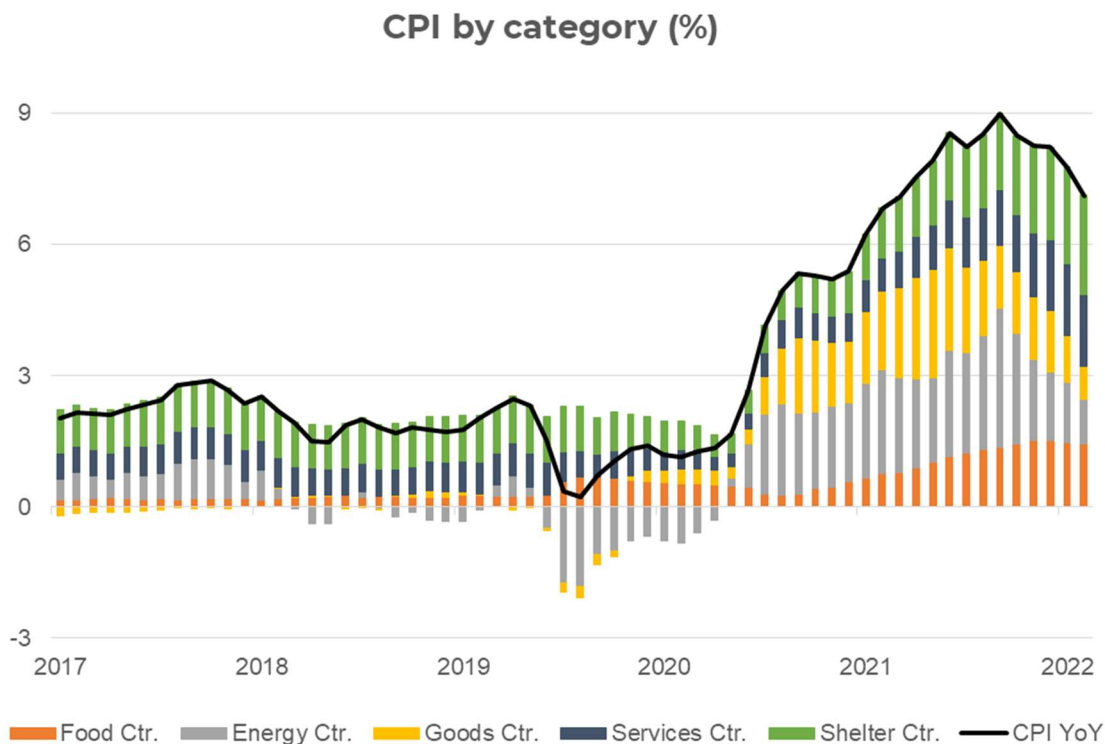


Pero vayamos por partes...

¿Por qué ha sido un año tan malo para los bonos?

Como habrán leído en los medios, 2022 ha sido un año de elevada inflación, impulsada, en un primer momento, por los problemas en la cadena de suministros derivados del Covid-19. Esto se conoce como *shock* de oferta. Con el cierre de las economías, los hogares pudieron ahorrar de forma considerable pero los países no eran capaces de producir al cesar la actividad, de esta forma los precios incrementaron. Pero esto no se solucionó con la apertura de los países. Si bien hemos visto cómo se relajaban las tensiones en las cadenas de suministros, la inflación seguía en aumento. Es momento de diferenciar por

zonas. En Estados Unidos, que empezaron a tener una inflación alta antes que en Europa, la inflación que venía de la oferta pasa a ser de demanda, esto es, empieza a crecer la demanda de los servicios y, con ello, los precios. Por ejemplo, los precios de los alquileres subieron de forma muy significativa, dado que el aumento de salarios permitía a los habitantes acceder a mejores viviendas.



Como ven en el gráfico anterior, las barras azules y verdes, que son los precios de los servicios y de la vivienda, cada vez pesan más en el desglose la inflación.

Ahora la pregunta es...

¿Cómo se baja la inflación?

Los encargados de mantener la estabilidad de precios son los bancos centrales. En el caso de Estados Unidos, este organismo se llama Reserva Federal (Fed). La herramienta más común para contener la inflación son los tipos de interés. Por este motivo, dado que se ha producido esta inflación tan elevada, la Fed se ha visto forzada a subir los tipos de interés de forma muy agresiva. De hecho, ha sido una de las subidas de tipos más rápidas de la historia. Esta política monetaria restrictiva ha hecho aumentar las rentabilidades ofrecidas por los bonos, cayendo, así, su precio. Ya han visto el resultado: el peor año para la renta fija.

En Europa ha pasado, en esencia, lo mismo, pero con algunos matices. La inflación que hemos visto en 2022 en Europa venía, en gran medida, por la subida de precios de la energía y de los alimentos, agudizado con el estallido de la guerra de Ucrania. La dependencia de la energía rusa y de los alimentos que se importan desde Ucrania han disparado los diferentes IPC. Si bien, como

todo, esto va por barrios, y países como España cuya dependencia energética no es de Rusia, no se han visto persistencias tan altas en los precios.

Las medidas contra la inflación en Europa han sido las mismas, pero menos drásticas. El Banco Central Europeo (BCE) ha subido los tipos con el fin de controlar una inflación que parece desbordada, y esto ha impactado en el mercado de bonos europeo de la misma forma que en Estados Unidos.

¿Y qué pasa con la renta variable?

Los tipos de interés tienen un efecto diferente en las bolsas. Haciéndolo simple, el valor de cada una de las compañías que cotizan en bolsa es el descuento de los flujos anuales, es decir, traer a día de hoy todo lo que van a generar en los años venideros. El problema es que, si sube el tipo de interés se hace más pequeño el valor presente de esos flujos, y el mercado cae al disminuir el "valor" de la compañía.

Como comentábamos anteriormente, tanto bolsas como bonos han caído con fuerza. Por la parte de renta variable, hemos visto como el EuroStoxx50 se dejaba un -11,7%, mientras que su homólogo americano, el S&P500, retrocedía un -19,4%, principalmente lastrado por la caída de las tecnológicas.

¿Cómo hemos gestionado esta situación?

La volatilidad de este año ha requerido de gestión activa. Empezamos el año con una mayor exposición a sectores cíclicos en renta variable, que tienen mejor comportamiento en entornos de subidas de tipos. Esta exposición nos benefició y, a mediados de año, decidimos recoger beneficios y rotar la cartera hacia sectores más *growth*, donde la valoración se había visto más afectada. Adicionalmente, nuestra exposición a Asia nos aportó positivamente en el último trimestre dadas las noticias de reapertura de China.

Por la parte de renta fija, hemos ido aumentando la duración de la cartera. La corta duración nos permitió amortiguar la caída del crédito, que nos lastró la rentabilidad del año. Los bonos *high yield* cayeron de forma significativa, siendo nuestro mayor detractor en la cartera de renta fija. Con las atractivas valoraciones en bonos corporativos, hemos dotado de calidad la cartera, comprando un fondo de crédito *investment grade* americano, aumentando, también, nuestra sensibilidad a los tipos.

¿Qué esperamos para este año?

El deterioro en el crecimiento de las economías desarrolladas es evidente. Hemos visto como el consumo se ha ido desacelerando, los ahorros de las familias han ido decreciendo y la deuda se ha encarecido. Estos factores apuntan a un crecimiento más débil. Adicionalmente, algunos indicadores adelantados, como pueden ser los PMIs, también han caído en territorio contractivo. Este indicador, basado en las respuestas de empresarios sobre sus perspectivas de la economía, marca el aprobado en 50. Todo lo que esté por encima significa crecimiento. Por el contrario, un valor inferior a 50 indica una visión contractiva de la economía.

	nov.-20	dic.-20	ene.-21	feb.-21	mar.-21	abr.-21	may.-21	jun.-21	jul.-21	ago.-21	sep.-21	oct.-21	nov.-21	dic.-21	ene.-22	feb.-22	mar.-22	abr.-22	may.-22	jun.-22	jul.-22	ago.-22	sep.-22	oct.-22	nov.-22	dic.-22
Italy	42,7	43,0	47,2	51,4	51,9	51,2	55,7	58,3	58,6	59,1	56,6	54,2	57,6	54,7	50,1	53,6	52,1	54,5	52,4	51,3	47,7	49,6	47,6	45,8	48,9	49,6
Spain	41,7	48,7	43,2	45,1	50,1	55,2	59,2	62,4	61,2	60,6	57,0	56,2	58,3	55,4	47,9	56,5	53,1	55,7	55,7	53,6	52,7	50,5	48,4	48,0	49,6	49,9
France	40,6	49,5	47,7	47,0	50,0	51,6	57,0	57,4	56,6	55,9	55,3	54,7	56,1	55,8	52,7	55,5	56,3	57,6	57,0	52,5	51,7	50,4	51,2	50,2	48,7	49,1
Germany	51,7	52,0	50,8	51,1	57,3	55,8	56,2	60,1	62,4	60,0	55,5	52,0	52,2	49,9	53,8	55,6	55,1	54,3	53,7	51,3	48,1	46,9	45,7	45,1	46,3	49,0
Eurozone	45,3	49,1	47,8	48,8	53,2	53,8	57,1	59,5	60,2	59,0	56,2	54,2	55,4	53,3	52,3	55,5	54,9	55,8	54,8	52,0	49,9	48,9	48,1	47,3	47,8	49,3
United Kingdom	49,0	50,4	41,2	49,6	56,4	60,7	62,9	62,2	59,2	54,8	54,9	57,8	57,6	53,6	54,2	59,9	60,9	58,2	53,1	53,7	52,1	49,6	49,1	48,2	48,2	49,0
United States	58,6	55,3	58,7	59,5	59,7	63,5	68,7	63,7	59,9	55,4	55,0	57,6	57,2	57,0	51,1	55,9	57,7	56,0	53,6	52,3	47,7	44,6	49,5	48,2	46,4	45,0
Japan	48,1	48,5	47,1	48,2	49,9	51,0	48,8	48,9	48,8	45,5	47,9	50,7	53,3	52,5	49,9	45,8	50,3	51,1	52,3	53,0	50,2	49,4	51,0	51,8	48,9	49,7
China	57,5	55,8	52,2	51,7	53,1	54,7	53,8	50,6	53,1	47,2	51,4	51,5	51,2	53,0	50,1	50,1	43,9	37,2	42,2	55,3	54,0	53,0	48,5	48,3	47,0	48,3
India	56,3	54,9	55,8	57,3	56,0	55,4	48,1	43,1	49,2	55,4	55,3	58,7	59,2	56,4	53,0	53,5	54,3	57,6	58,3	58,2	56,6	58,2	55,1	55,5	56,7	59,4

Como se puede ver en la tabla anterior, los PMIs han entrado en territorio recesivo. Este dato tiene una gran importancia dada la fuerte correlación con el crecimiento del PIB.

A estas economías que van a tener un crecimiento débil, se le suma una inflación todavía elevada. Pensamos que va a ser difícil volver a ese objetivo del 2% este año y que el indicador de precios se quedará algo más elevado.

En este entorno, hemos posicionado las carteras de forma prudente. Por la parte de renta variable, mantenemos una exposición equilibrada entre sesgos, buscando un carácter defensivo. Sectores como la salud y el lujo que pueden actuar como amortiguadores en un entorno de incertidumbre como el actual.

Por la parte de renta fija, pensamos que seguir incrementando duración dotará de tracción a las carteras. Adicionalmente, viendo que las subidas de tipos pueden estar cercanas a su final y con unos tipos de interés a niveles atractivos, pensamos que podemos volver a tener ese efecto de descorrelación entre renta variable y renta fija, donde la duración juega un papel importante.

En este entorno, dos premisas: flexibilidad y prudencia. Ambas nos ayudarán a buscar nuevas fuentes de retorno y proteger el patrimonio.