

Perspectivas económicas
y financieras

Los mercados y las inversiones ante el nuevo curso

Septiembre 2022



Un confuso nuevo curso (donde cabe la esperanza)

Nos complace presentar nuestra revisión del contexto macroeconómico y de la situación de los mercados financieros. En el informe se detallan también nuestras principales actuaciones a lo largo de los últimos meses en las instituciones que gestionamos, en las carteras y modelos de inversión que asesoramos y gestionamos y formulamos las recomendaciones para los meses que se avecinan.

El nuevo curso ha tenido un titular claro que los medios de comunicación no han parado de repetir como algo de devenir totalmente cierto: la anunciada recesión del otoño del 22.

A principios de año, cuando empezamos a ver claramente la salida de la pandemia, el mundo recobró una cierta esperanza de que solo una mejora de la unión y la convivencia globales permitirían solucionar las grandes cuestiones que afectan a la humanidad: crisis sanitarias, emergencia climática, tensión geopolítica, desigualdad y liderazgo consciente.

Nadie podía imaginar que una guerra iba a estallar y menos el impacto que produciría en los precios de la energía, haciendo cambiar de la noche a la mañana las políticas al respecto en la mayoría de países. Tampoco que los ajustes de recursos durante la pandemia iban a devenir en problemas en las cadenas de suministros que junto con el alza de las materias primas nos llevaría a unas tasas de inflación no recordadas en décadas. En el campo de la política no se adivinaba la involución, que en muchos países se está dando y cuya manifestación más sonora fue la brusca salida de la jefatura del gobierno italiano de un líder consciente y apreciado como Draghi.

Con todo ello, el anuncio y la ejecución de unas políticas monetarias restrictivas con importantes subidas de tipos y con impactos esperados relevantes que han hecho rebajar las previsiones de crecimiento global, ha llevado a los mercados financieros a pérdidas en la mayoría de índices y activos. En este año, como en pocos, hemos visto que tanto las acciones como los bonos caían a la par mostrando una correlación anormalmente alta.

Pero no todo ha sido malo, los tipos 0 o negativos habían creado sobrevaloraciones en determinados activos y disfunciones que ahora se están corrigiendo rápidamente y por el contrario, otros mejor preparados para lidiar en tiempos de inflación están recuperando su justo valor. Una recuperación del equilibrio siempre es una buena antesala.

Aunque en Europa hemos tardado en reaccionar, el impacto inmediato de las políticas monetarias y el rápido ajuste que pueden producir en la economía y en el empleo pueden hacer que los daños posibles sean visualizados por parte de los gobiernos y Bancos Centrales y actúen en consecuencia corrigiendo antes de los que parecía sus políticas monetarias. Hay ciertos indicadores, como verán en este informe, que parecen adelantarlos y que proveen de cierto optimismo, entre ellos la evolución favorable del precio del petróleo y algunas materias primas clave.

¿Qué hacer pues ahora en este escenario? ¿Cómo orientar nuestras inversiones y la gestión de nuestro patrimonio? Hace pocos días leía un artículo titulado “Coraje estratégico en una era de la volatilidad” (1) donde en la introducción se hacía mención a una frase del famoso piloto de F1 brasileño Ayrton Sena: *“No puedes adelantar a 15 coches en un día soleado, pero sí en un día de lluvia”*. Es verdad que estamos en un día de lluvia, en un periodo de shocks profundos.

Es de esos momentos en los que hay que reflexionar bien para clarificar lo máximo posible nuestros objetivos, determinar correctamente nuestro horizonte real de inversiones y, en definitiva, asumir nuestros propios límites. Ese es el terreno abonado para aprovechar las oportunidades, que les aseguro, los mercados financieros están ofreciendo, algunas singulares y adaptadas al cambio del entorno que hay que saber leer y entender. En definitiva, estamos convencidos de que el momento actual presenta oportunidades y que hay que actuar, no podemos dejarnos llevar por el miedo y quedarnos replegados e inactivos.

Esperamos y confiamos que este informe les sea de ayuda y les facilite la toma de las mejores decisiones. Todos nuestros equipos están a su disposición para ayudarles en esa tarea y en la de limitar la confusión al mínimo razonable.

Muy cordialmente,



Enrique García Palacio
CEO del Grupo GVC Gaesco

(1) *“Strategic courage in an age of volatility” McKinsey Quarterly, August 29, 2022*

Equipo de Gestión de I.I.C. y Fondos de Pensiones



APROVECHAMIENTO DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS EN LA GESTIÓN DE INVERSIONES DE NUESTROS FONDOS DE INVERSIÓN, SICAVS Y FONDOS DE PENSIONES

Jaume Puig es CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión S.G.I.I.C. y de GVC Gaesco Pensiones S.G.F.P.

A) Los precios de las materias primas, por etapas.

En estos últimos tiempos diferenciamos tres etapas en lo que a precios de las materias primas se refiere:

- **Primera etapa de dos años. VIRUS:** Comprende desde antes de la aparición del virus hasta la irrupción de la guerra de Ucrania. En diciembre de 2019 no había virus a la vista aún, y el índice general de materias primas CRB cotizaba a 401,58 USD. Dos años más tarde, en

diciembre de 2021, no había guerra de Ucrania a la vista aún, y el índice CRB cotizaba a 578,31 USD. La gran fortaleza de demanda de bienes durante la pandemia, generada por las restricciones Covid que afectaron sobre todo a los servicios, y por las dificultades de aprovisionamiento de un tejido empresarial no preparado para la súbita recuperación de la demanda, forzaron esta situación. **El precio de las materias primas subió un 44% en dos años, debido a los efectos del virus, iniciando una fase inflacionista.**



- **Segunda etapa de dos meses. GUERRA:** Comprende desde el inicio del conflicto de Ucrania, hasta finales de abril. En febrero de 2022, se inicia la guerra Ruso Ucraniana, lo cual fuerza una subida adicional de determinadas materias primas, en especial petróleo, gas, trigo, maíz y aceite de girasol. El índice CRB sube más y alcanza el nivel máximo de 643,29 USD a finales de abril 2022. **La guerra ha hecho subir pues, al índice de materias primas un 11% adicional.**

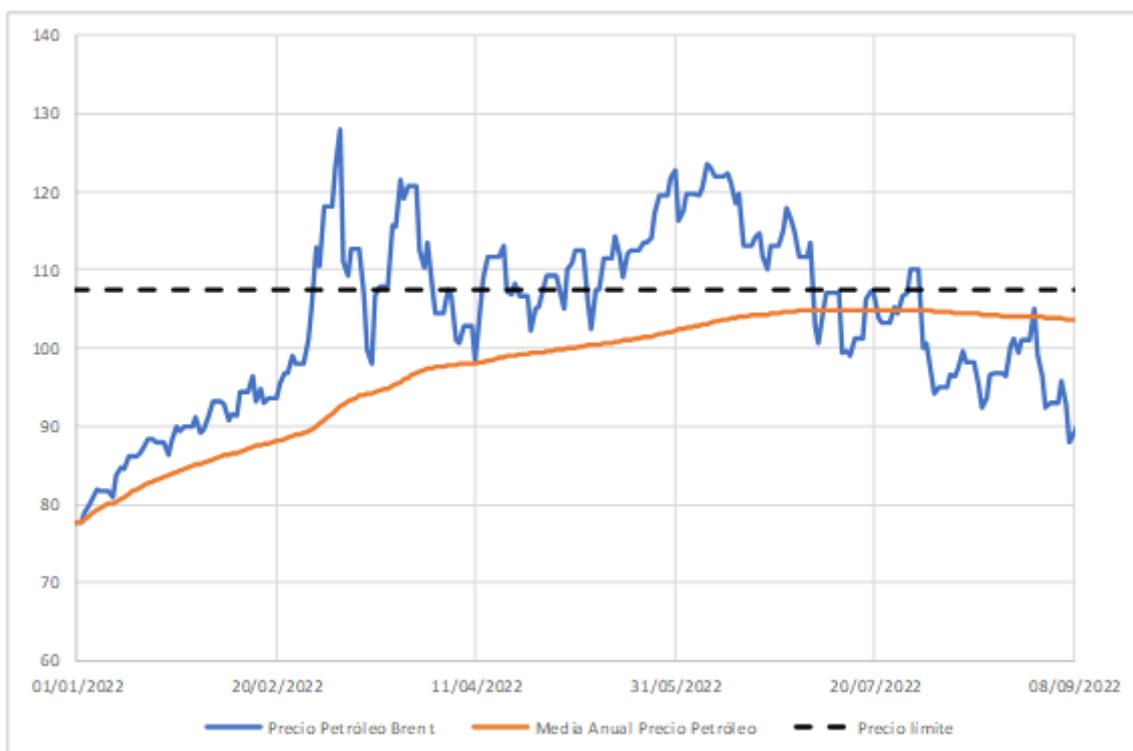
- **Tercera etapa hasta la actualidad. NORMALIZACIÓN.** De finales de abril hasta la actualidad. El día 8 de septiembre de 2022, el índice CRB se sitúa en 573,94 USD. No únicamente **se ha perdido ya la totalidad de la subida del precio de las materias primas que había causado la guerra**, sino que incluso su precio es inferior al de diciembre de 2021. Si en vez de empezar a finales de febrero de 2022, una vez el invierno ya estaba en su fase final, **Putin hubiera iniciado la guerra cuatro o cinco meses antes, las cosas hubieran sido diferentes y la afectación económica de la guerra para Occidente habría sido mucho mayor.**

Ha habido el tiempo necesario, antes del nuevo invierno, para que Europa cambiara el suministro de petróleo ruso por el del petróleo norteamericano y por el proveniente de Oriente Medio. Igualmente, también ha cambiado el suministro de gas ruso por el de Noruega, Norteamérica y Catar. A la vez Europa ha recurrido a otras fuentes energéticas, sin tener que entrar a considerar la alternativa del fracking, de la que Europa dispone de muchos recursos, pero de la que difícilmente hará uso nunca, por temas sociales y medioambientales.



B) Los daños económicos de la subida del precio del petróleo, bajo control.

A principios de cada año, en la Gestora, **calculamos cuál sería el nivel del precio límite del petróleo, a partir del cual se dañaría al crecimiento económico mundial.** Este año el cálculo nos dio 107,8 USD por barril en enero 2022. En el siguiente **gráfico I** puede observarse, (1) la evolución del precio del petróleo Brent, (2) nuestro cálculo del precio límite máximo del petróleo que el mundo puede pagar, y (3) el precio medio pagado por el petróleo durante el año.



Como puede observarse, el precio medio anual del petróleo no ha llegado a superar al nivel problemático, si bien lo ha rozado. Los países productores de petróleo sin duda efectúan un cálculo similar, y modulan su oferta para intentar **maximizar sus beneficios sin matar a la gallina de los huevos de oro**, esto es, al crecimiento económico mundial. Con el precio del petróleo ya de bajada, no lo va a superar ya.

Los beneficios de las petroleras este año se han disparado en todo el mundo. La mayor empresa del mundo, la petrolera Aramco, participada al 94% por el Reino de Arabia Saudí, obtendrá este año 2022 un estratosférico beneficio neto de 164.000 millones de dólares. No lo repetirá el año que viene... ni los siguientes. Para que tengan una referencia, **Aramco ha ganado en un solo año el importe suficiente como para poder comprar el 100% del Banco de Santander, del BBVA, de CaixaBank, de Telefónica, de Repsol y de Aena... todas ellas de un solo golpe, a los precios actuales. Y aún le sobraría algo de dinero.**

En economía los márgenes empresariales fuera de lo común no se mantienen nunca en el largo plazo. No contemplamos, bajo ningún concepto, que los precios de las materias primas sigan siendo tan elevados. **Los precios de las materias primas van a mantener el descenso que se inició hace ya cuatro meses,** en la que hemos denominado tercera etapa de normalización, que esperamos se prolongue.

C) La reacción de los Bancos Centrales ante las tensiones inflacionistas, por etapas.

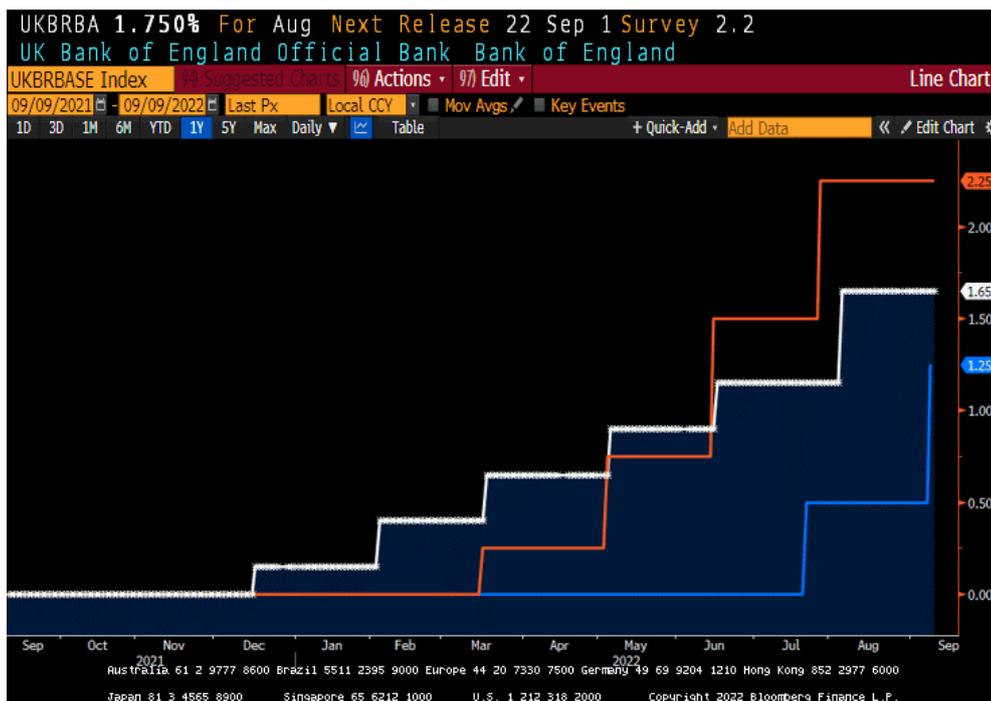
Los bancos centrales también han tenido sus etapas, bien diferenciadas.

- **Primera etapa, NEGACIÓN:**
Comprende desde el inicio de las tensiones inflacionistas hasta noviembre de 2021. Los Bancos Centrales se mantuvieron demasiado tiempo en la negación del fenómeno inflacionista, manteniendo un discurso de que era meramente coyuntural. Obviaron el componente microeconómico de la inflación, en lo que ha sido uno de los errores más graves cometidos por los Bancos Centrales en los últimos tiempos.
- **Segunda Etapa, CAMBIO PAULATINO DE OPINIÓN.** De noviembre 2021 a septiembre 2022. En noviembre de 2021 dos Bancos Centrales, El Banco de

Inglaterra y la Reserva Federal Norteamericana, declaran que la inflación se está constituyendo en un problema y que tienen que actuar para atajarlo. El Banco Central Europeo se mantiene, mientras tanto, en la inacción. El Banco Central Europeo no cambia de opinión hasta febrero de 2022, y no empieza a subir los tipos hasta el mes de julio de 2022. El tipo de cambio Dólar/Euro que estaba situado en el nivel 1,15 antes que la FED cambiara de opinión, ha alcanzado la paridad, dada la menor acción relativa del Banco Central Europeo. Con ello la Zona Euro importa más inflación, todos los productos cotizados en

dólares, como el petróleo, se vuelven más caros en la Zona Euro.

- **Tercera etapa, DECISIÓN FIRME DE LOS BANCOS CENTRALES.** Es la fase actual. En este mes de septiembre el Banco Central Europeo muestra, por primera vez, su firme decisión de actuar. Más vale tarde que nunca. En el **gráfico II** puede observarse como el primero en actuar fue el Banco de Inglaterra (blanco), después la FED (naranja), que lidera ahora la subida de tipos y por último el BCE (azul).



D) Descenso de la inflación y estabilización futura prevista alrededor del 3%.

Existen diversos motivos para estimar el descenso generalizado de la tasa de inflación durante los próximos 12 meses, siendo los motivos más importantes los siguientes:

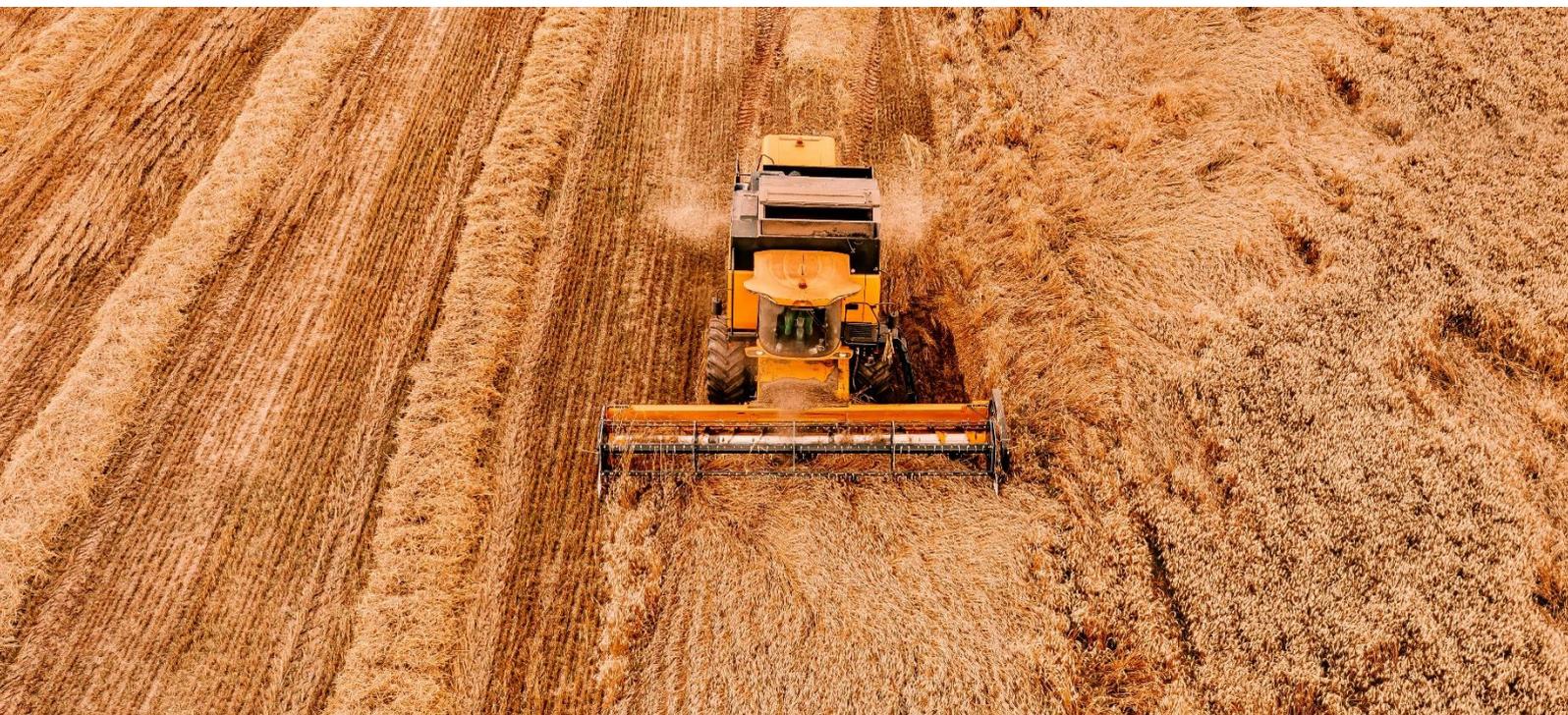
- 1. El descenso del precio de las materias primas** comentado en el apartado A
- 2. La acción concertada de los Bancos Centrales** comentada en el apartado C
- 3. La normalización de inventarios.** Las restricciones de oferta han forzado a las empresas a disponer de un stock mayor del necesario, dejando al "just in time" obsoleto. **Para poder servir los pedidos, las empresas han optado por mantener más inventarios de los necesarios.** Según nuestros cálculos, existe un exceso de inventarios medio de alrededor de un 20%. **La normalización del precio de los fletes** es un gran síntoma de reconducción.

Así, por ejemplo, el precio de transportar un contenedor grande del puerto de Shangai al de Barcelona, ha pasado de los casi 2.000 USD antes de la pandemia, a los 12.000/13.000 en que se instaló durante mucho tiempo hasta los 6.000 actuales. Los tiempos de contratar espacio de contenedores, sin siquiera preguntar el precio, parecen por fin haber quedado atrás. La normalización de inventarios va a implicar una menor demanda y contribuirá al descenso de la inflación.

- 4. El efecto base.** A medida que transcurran los meses, ya en el segundo semestre de este año 2022, pero especialmente durante el primer semestre de 2023, las comparaciones anuales partirán de bases muy superiores dado lo cual las cifras de la inflación cederán necesariamente.

5. La cotización actual de la inflación futura. Los denominados “Breakeven rates” estiman hoy que la tasa de inflación de los próximos cinco años será del 4,3% en el Reino Unido, del 3,1% en Alemania y del 2,5% en Estados Unidos. A diez años las mismas cifras son del 4,2%, 2,3% y 2,4% respectivamente.

En el **gráfico III** puede verse una pauta probable de comportamiento de la inflación.

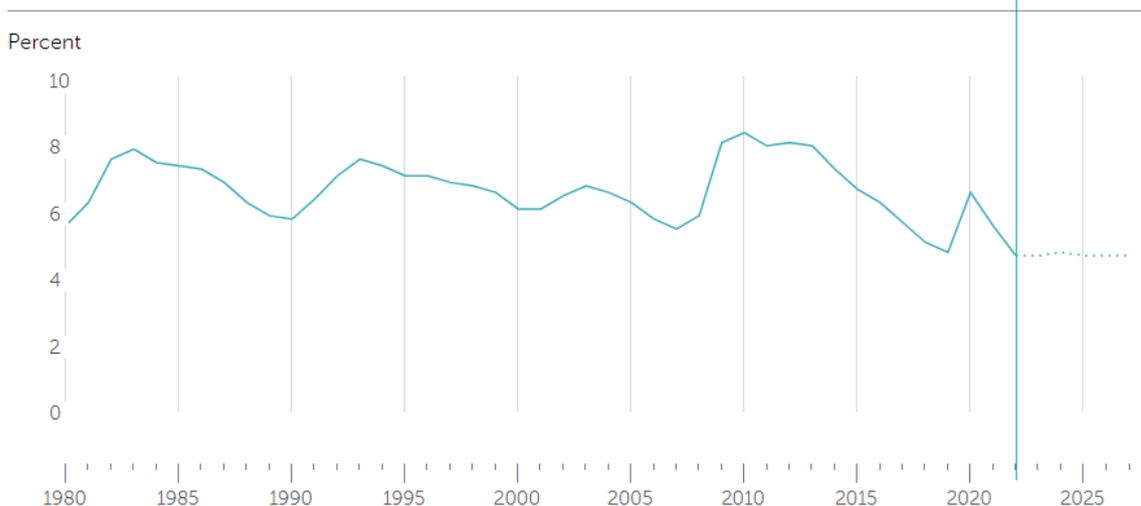


E) ¿Y la demanda?, fuerte.

La demanda seguirá fuerte pese a la subida de los tipos de interés. Los principales motivos son:

1. **La fuerte demanda pospandémica**, mediante el efecto catch-up de recuperación del tiempo perdido que afecta de pleno al consumidor. Este efecto es aún de gran recorrido. Medio año de normalidad no resarce al consumidor de dos años de pandemia en Occidente, y de tres años en Asia. **No es razonable esperar una crisis de demanda después de una pandemia.**
2. **La fuerte situación financiera de las familias**, que mantienen y aumentan el ahorro forzado generado durante la pandemia, según las reflejan los datos de cuentas corrientes y depósitos de las familias. Los balances familiares son muy fuertes. Por ejemplo, los depósitos a la vista y a plazo de los hogares en España han pasado de los 854.685 millones de euros a finales de 2019, a los 999.871 de finales de julio. A finales de 2021 tenían 960.845, según el Banco de España.
3. **La gran fortaleza del mercado laboral actual, con las tasas de paro más bajas de las últimas décadas en las economías avanzadas.** La tasa de paro actual es del 4,7%. Desde 1980 la más alta fue del 8,4% en 2010 tras la crisis de Lehman Brothers, y la más baja había sido el 4,8% en 2019. El mercado laboral está fuertemente correlacionado con el consumo. De hecho, es la perspectiva de pérdida del empleo, el principal motivo que fuerza a las familias a aflojar su consumo. En el **gráfico IV**, del Fondo Monetario Internacional, puede verse la evolución de la tasa de paro en las economías avanzadas.

TREND (1980-2027)



La tasa de paro de la Zona Euro está situada en el 6,6% (julio 22), la cifra más baja que la Zona Euro ha registrado desde que existe.

La más alta se registró en 2013, con el 12,2%. El seguimiento de la evolución de la tasa de paro es una de las cifras más importantes de cara al futuro inmediato.

- 4. La reincorporación de la demanda de los lugares del mundo que mantienen aún restricciones Covid, Asia en particular.** Las restricciones aún vigentes se relajarán, presumiblemente, a lo largo de los próximos seis meses, entre octubre 2022 y marzo 2023. Es especialmente importante en lo concerniente a la demanda proveniente de Asia. Así, por ejemplo, China, el principal país del mundo exportador de turistas, permanece aún cerrado.

F) Recorrido del alza de tipos de interés, el techo es la clave.

Esperamos, en este contexto, que **la subida de los tipos de interés sea, de hecho, una mera normalización**, esto es, (1) que tenga un techo, y (2) que ese techo sea compatible con unas tasas de inflación moderadas.

Estimamos que ese techo se alcanzará ya dentro del año 2023.

Dado que las expectativas de inflación están situadas alrededor del 3%, dado que los tipos de interés reales idealmente deben ser positivos para las economías, y dado que el tipo real positivo medio histórico (de corto plazo) está alrededor del 0,5%, **consideramos beneficiosas y necesarias a todas aquellas subidas de tipos de interés que sitúen a los tipos oficiales hasta el 3,5%.**

De momento, los tipos de interés se mantienen por debajo de esa cifra. **Durante el mes de septiembre esperamos que suban otros 75 puntos básicos, tanto Estados Unidos como el Reino Unido**, y aún no la habrán alcanzado.

Lo realmente relevante es que, con los tipos de interés situados en ese nivel máximo, **el coste de financiación de las empresas será inferior a la rentabilidad de sus activos.**

G) Aplicación a nuestra gestión de inversiones, conclusiones.

Este escenario nos conduce a las siguientes conclusiones, que aplicamos en nuestra gestión de inversiones.

a) Evitar las duraciones altas hasta que la subida de tipos se haya estabilizado

- **En Renta Fija** ello implica no comprar vencimientos largos aún. Preferentemente no superiores a un año.
- **En Renta Variable** ello implica no comprar múltiples elevados aún. Evitar el "Growth"

b) No invertir en negocios de contador, los que afrontan la inflación únicamente con subidas de precios y no con subidas de volúmenes, dado que no logran compensarla eficazmente.

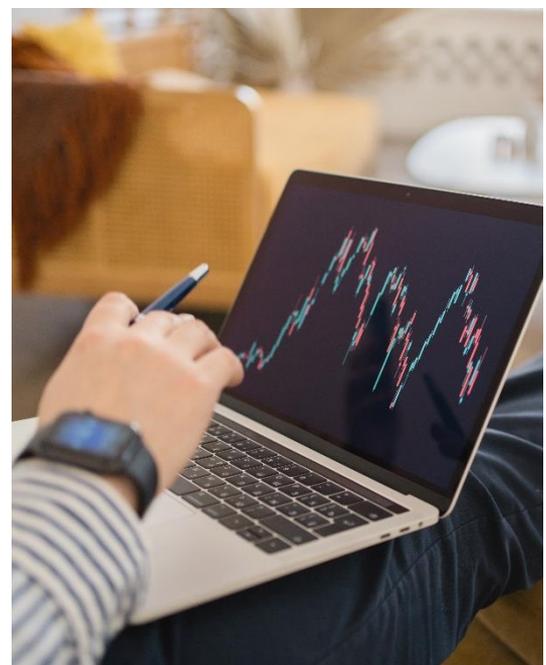
c) Invertir en "Value". Sus descuentos de valoración actuales son enormes a día de hoy.

d) Invertir en países que han estado esperando largamente la inflación, como es el caso especial de **Japón**.

e) Invertir en aquellos sectores de actividad a los cuales la subida de tipos de interés les beneficia (seguros, banca, ...).

f) Invertir en aquellos sectores de actividad inmersos en una recuperación pospandémica, en especial el turismo. La fuerte recuperación de su actividad precede a la recuperación plena de sus cotizaciones.

g) Desinvertir en USD. El dólar /euro ha alcanzado ya su límite.



H) Eventos relevantes en nuestra gestión de inversiones en lo que llevamos de 2022:

Durante el año 2022 han pasado numerosos eventos importantes, comentamos dos:

1) Opa a Boskalis, en cartera de muchos de nuestros fondos y sicavs.

Cotización a día 9/3/22: 25,30 EUR.

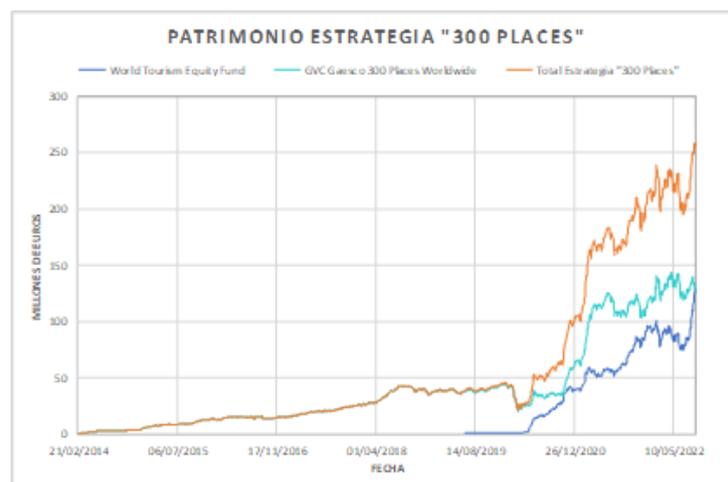
Precio de Opa: 33 (inicialmente 32) + 0,5 (dividendo) = 33,5 EUR. **Prima +32,4%.**

Opante: Familia de control (HAL)



2) Fondo “300 Places”: Fuerte entrada de dinero en Japón en el mes de agosto.

El patrimonio de nuestra estrategia “300 Places” está en máximos históricos.



| Equipo de Análisis y Research



¿RALENTIZACIÓN O RECESIÓN ECONÓMICA?

Marisa Mazo, Subdirectora de Análisis y Research de GVC Gaesco Valores

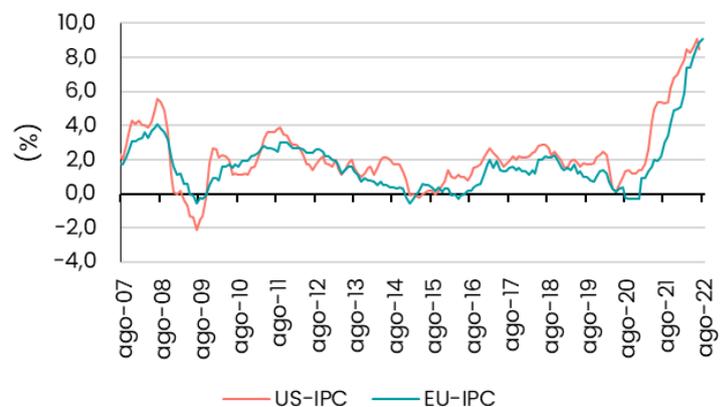
Inflación revisada al alza, crecimiento económico revisado a la baja y unos tipos de interés cada vez más tensionados ofrecen un panorama de incertidumbre para los próximos trimestres. **A favor de un escenario de “solamente” ralentización** el exceso de ahorro pendiente, que fue embalsado durante la pandemia, y la fortaleza del mercado laboral; **a favor de la recesión** la creciente tensión geopolítica y la dificultad de la política monetaria para controlar una inflación de oferta.

Inflación al alza

Lo que comenzó siendo un problema temporal derivado de una subida de los precios de la energía petróleo, se ha convertido en el mayor quebradero de cabeza de las autoridades monetarias y también de los gobiernos. La inflación de la Eurozona volvió a marcar máximos el pasado mes de agosto en el 9,1%

y las estimaciones más favorables apuntan a que toque techo este tercer trimestre del año para paulatinamente irse controlando. La inflación de Estados Unidos se situó en agosto en el 8,3% y supone el segundo mes consecutivo de descensos desde el pico marcado en junio en el 9,1%. Sin embargo, las tensiones siguen creciendo en la inflación subyacente.

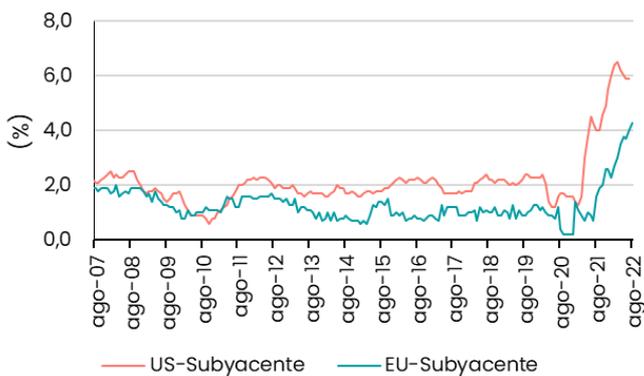
Gráfico 1. Inflación



Fuente: Bloomberg y GVC Gaesco

La inflación subyacente, que excluye el precio de la energía y de los alimentos, en Estados Unidos, marcó máximos el pasado mes de marzo en el 6,5% y se ha situado en el 6,3% en agosto. Por su parte, en la Eurozona, la inflación subyacente se situó en el +4,3% en agosto, marcando nuevos registros máximos.

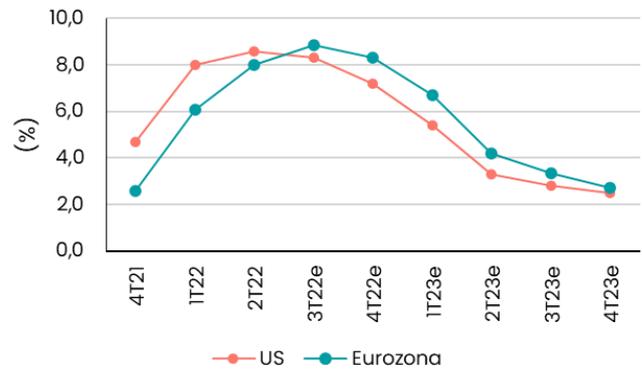
Gráfico 2. Inflación subyacente



Fuente: Bloomberg y GVC Gaesco

Las estimaciones para los próximos trimestres apuntan a una paulatina disminución, liderada por Estados Unidos, para llegar al 2,5% en el cuarto trimestre de 2023 en el país americano y al 2,7% en la Eurozona. A finales de 2024, la inflación se podría situar en el 1,8% y en 2,3% en cada una de estas regiones respectivamente.

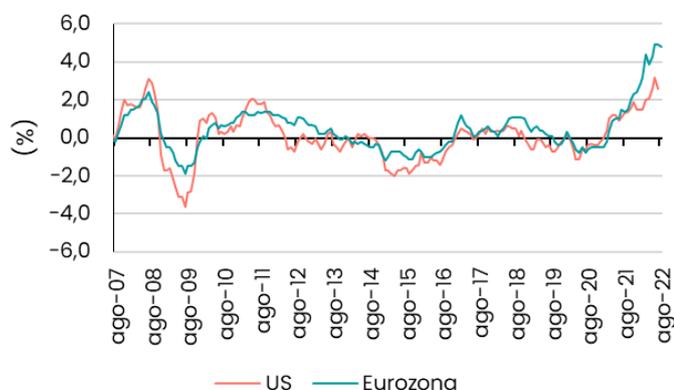
Gráfico 3. Estimaciones de inflación



Fuente: Factset y GVC Gaesco

La gran duda que existe es si las políticas monetarias contractivas podrán controlar la parte de la inflación que es de oferta, esto es, motivada por el precio de los alimentos y la energía. En Estados Unidos, esta parte supuso 2,6pp de la inflación total, aproximadamente un tercio, por lo que las subidas de tipos podrían ayudar a paliar esa parte, aunque sin olvidar los efectos de segunda ronda que tienen las subidas de precios de estos productos. En la Eurozona el problema para controlar la inflación es aún mayor porque la inflación derivada de la subida de precios de alimentos y energía supuso 4,9pp en el mes de agosto equivalentes al 55% de la inflación total.

Gráfico 4. Estimación de la inflación de oferta



Fuente: Bloomberg y GVC Gaesco



Crecimiento a la baja

Desde el comienzo del año se han sucedido las revisiones bajistas de los crecimientos económicos tanto para los países desarrollados como para los emergentes. El último informe del pasado mes de julio apuntaba a un crecimiento global del +3,2% en 2022

(revisado un -0,4%) y del +2,9% en 2023 (revisado un -0,7%). Las economías avanzadas sufrían una mayor revisión bajista que las emergentes, con Estados Unidos y Alemania siendo las más perjudicadas. Reino Unido es el único país para el que el FMI pronosticaba un crecimiento negativo en 2023.

Tabla 1. Crecimiento económico

	2021	2022e	2023e	Desde Abril, 2022		Base 100: 2019		
				2022e	2023e	2021	2022e	2023e
Mundo	6.1	3.2	2.9	-0.4	-0.7	102.8	106.1	109.2
Economías avanzadas	5.2	2.5	1.4	-0.8	-1.0	100.5	103.0	104.4
Estados Unidos	5.7	2.3	1.0	-1.4	-1.3	102.1	104.5	107.2
Eurozona	5.4	2.6	1.2	-0.2	1.1	98.8	101.3	102.5
Alemania	2.9	1.2	0.8	-0.9	-1.9	98.2	99.3	100.1
Francia	6.8	2.3	1.0	-0.6	-0.4	98.3	100.5	101.5
Italia	6.6	3.0	0.7	0.7	-1.0	97.1	100.0	100.7
España	5.1	4.0	2.0	-0.8	-1.3	93.7	97.5	99.4
Japón	1.7	1.7	1.7	-0.7	-0.6	97.0	98.7	100.3
Reino Unido	7.4	3.2	-1.8	-0.5	-0.7	96.9	100.0	98.2
Economías emergentes	6.8	3.6	3.9	-0.2	-0.5	104.6	108.3	112.5
China	8.1	3.3	4.6	-1.1	-0.5	110.6	114.2	119.5
India	8.7	7.4	6.1	-0.8	-0.8	100.8	108.2	114.8
Brasil	4.6	1.7	1.1	0.9	-0.3	100.3	102.0	103.1
México	4.8	2.4	1.2	0.4	-1.3	96.1	98.4	99.6

Fuente: FMI y GVC Gaesco

Los datos de los dos primeros trimestres de 2022 han sido mixtos en Estados Unidos, en una fase del ciclo más adelantada que la Eurozona, ha presentado dos trimestres de caídas consecutivas de su PIB, -0,4% t/t en 1T22 y -0,2% t/t en 2T22 (en tasa anual +3,5% y +1,7%, respectivamente). Se espera que retorne a los números negros en el 3T22, con un +0,4%. La Eurozona, por su parte, ha presentado aumentos del +0,5% t/t en 1T22 y del +0,6% t/t en 2T22, pero se espera que estos datos se ralenticen en la segunda parte del año.

¿Cuáles son los principales factores que están presionando el crecimiento?

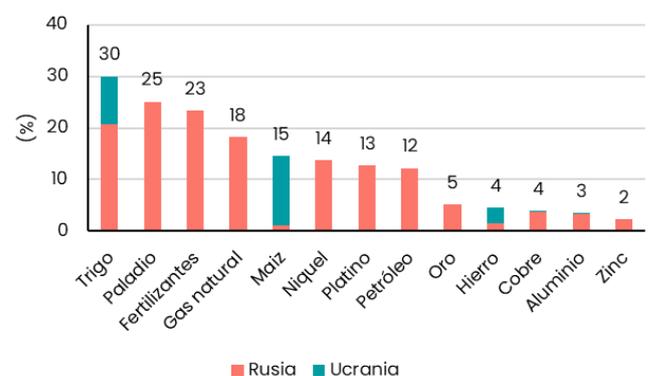
Podemos enumerar cuatro factores como responsables de la ralentización de las economías:

1. La guerra Rusia-Ucrania y su impacto en la energía y los alimentos
2. Los cuellos de botella
3. China y su política de Covid 0
4. La política monetaria contractiva

La guerra Rusia-Ucrania ha supuesto una disrupción en el mercado de las materias primas por la importante cuota de mercado que ambos países tienen en muchas de ellas. **Por el lado de la alimentación**, las cuotas en productos como el trigo, el maíz o la soja amenazan principalmente a los países del tercer mundo. **Por el lado de la energía**, la dependencia de Europa del gas natural ruso está impactando sobremanera la inflación y la producción del sector industrial, incapaz de absorber el incremento de los costes.

El riesgo de un corte total del suministro es una de las peores amenazas que Europa tiene para este invierno.

Gráfico 5. Rusia y Ucrania: Cuotas de mercado de la producción mundial



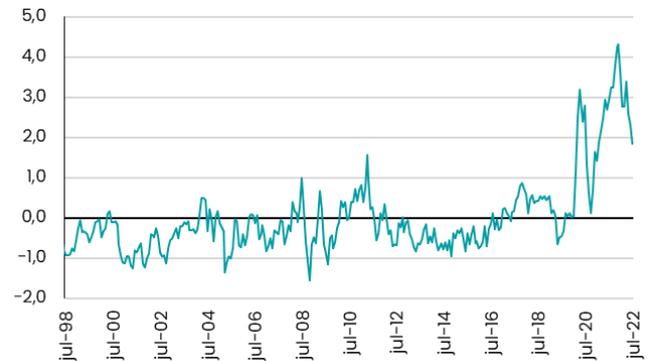
Fuente: Statista, IEA y GVC Gaesco

Los cuellos de botella, que se iniciaron tras el parón mundial relacionado con el Covid, siguen afectando a los niveles de producción. Industria como la automoción siguen dependiendo del suministro de semiconductores cuya fabricación todavía sigue sin normalizarse. Sin embargo, **hay dos índices que podrían indicar que lo peor ya ha quedado atrás.**

En primer lugar, **GSCPI** (Global Supply Chain Pressure Index-Índice de presión en la cadena de producción) elaborado por la Reserva Federal de Nueva York y que mide la situación del sector industrial y del transporte. Según este índice, las presiones en las cadenas de suministro están cediendo en los últimos meses, aunque todavía se encuentran a niveles históricamente altos (la media es el cero).

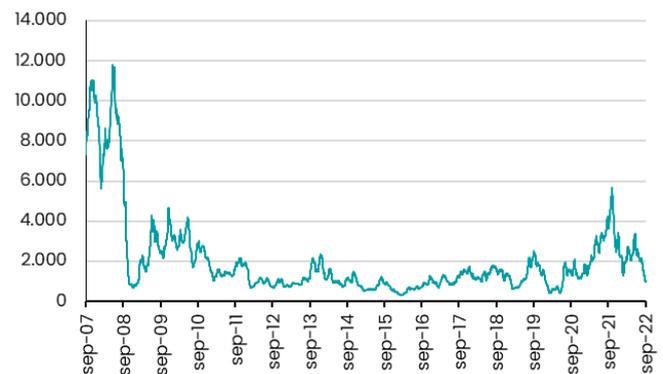
En segundo lugar, el índice **Baltic Dry** que mide el coste de los fletes marítimos. Este índice marcó su punto máximo en octubre de 2021 y ha descendido ya más de un 80%, hasta un nivel de 1.000, por debajo incluso de los niveles pre-pandemia. De hecho, los problemas de barcos sin poder descargar sus containers en los puertos de recepción han dejado de ser noticia.

Gráfico 6. Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)

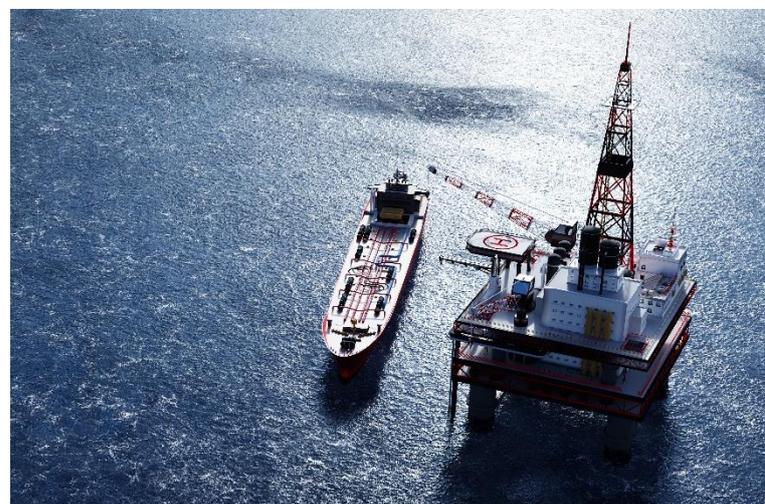


Fuente: Reserva Federal de Nueva York y GVC

Gráfico 7. Baltic Dry



Fuente: Bloomberg y GVC Gaesco



China y su política Covid 0, con tajantes medidas restrictivas de la movilidad, también está provocando un menor crecimiento económico global. Por un lado, el crecimiento económico del país se ha reducido hasta el 3,3% para el ejercicio 2022. Por otro lado, los cierres de sus factorías están afectando negativamente a la normalización de las cadenas de producción a nivel mundial. No hay que olvidar que China es el mayor exportador a nivel mundial, con una cuota de mercado aproximada del 15% (le siguen Estados Unidos con un 8,1% y Alemania con un 7,8%), y el segundo mayor importador mundial, con una cuota del 10,2% (primero es Estados Unidos con un 13,4% y tercero Alemania con un 6,5%). A esta decisión política sobre la pandemia, se unen también las tensiones en el mercado inmobiliario, que ha provocado problemas a relevantes

inmobiliarias, como Evergrande, ha hecho descender el precio de los inmuebles en las principales ciudades chinas y ha causado el impago de hipotecas de viviendas en construcción por retrasos en las entregas. Las ventas de vivienda residencial han descendido un 32% en el primer semestre del año y los 100 mayores promotores han sufrido un descenso del 50%. Y la construcción presiona otros sectores como el del acero del que representa un 55% de la demanda o las ventas minoristas por la caída de las ventas de muebles.

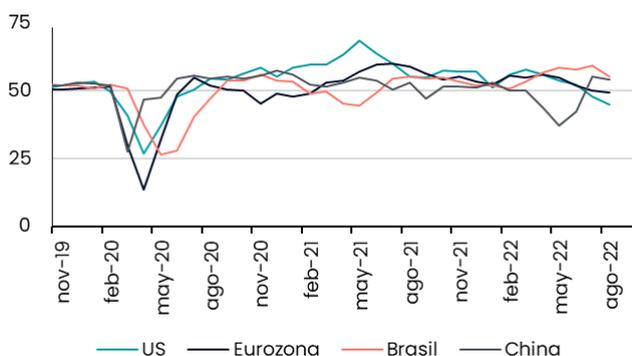
Finalmente, el fin de la política monetaria expansiva también penaliza la economía, influyendo tanto en la inversión, al incrementarse el retorno mínimo requerido para alcanzar rentabilidad, como el consumo al descender la renta disponible tras el pago del servicio de la deuda.



A nuestro juicio, y analizando los indicadores de alta frecuencia, las revisiones bajistas del crecimiento económico continuarán en los próximos meses.

El PMI composite ya lleva dos meses consecutivos por debajo del umbral del 50 tanto en Estados Unidos como en la Eurozona. Los datos de confianza del consumidor están casi en mínimos históricos. Tanto las ventas minoristas como la producción industrial están decepcionando. Unas perspectivas nada halagüeñas. Lo que aún es pronto para anticipar es si en 2023 la evolución del PIB de los países desarrollados entrará en territorio negativo en tanto en cuanto gran parte de la presión bajista proviene de la guerra entre Rusia y el suministro del gas hacia Europa en el invierno.

Gráfico 8. PMI composite



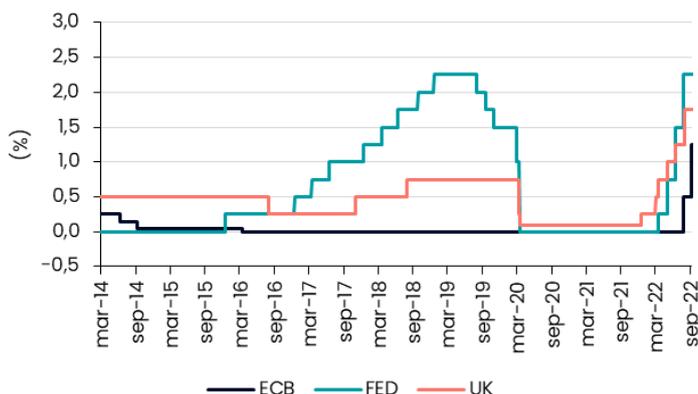
Fuente: Bloomberg y GVC Gaesco

Las autoridades monetarias aceleran las subidas de tipos de interés

La respuesta de las autoridades monetarias a la inflación fue tibia en sus inicios. A mediados de 2021 existía el consenso, principalmente en los países desarrollados, de que se trataba de un fenómeno pasajero por una subida de los precios del petróleo y que en unos seis u ocho meses cedería. Sin embargo, la inflación se aceleró en la segunda parte de 2021, observándose además efectos de segunda ronda, principalmente en Estados Unidos, país en el que también han existido presiones salariales. El primer banco entre los países desarrollados en actuar fue el Banco de Inglaterra, que subió los tipos +15pb, hasta el 0,25%. El mensaje de la FED ya fue anunciando los riesgos de la inflación y la inminente subida de tipos de interés, lo que comenzó en marzo con una subida de 25pb. El BCE, empezó a cambiar el sesgo de su discurso a principios de febrero, pero no fue hasta julio cuando subió 50pb. Tras Jackson Hole, se ha puesto de manifiesto su decidido compromiso con el control de la inflación, objetivo central de las actuaciones que estamos viendo.

El 8 de septiembre, el BCE subió 75pb, subida de una magnitud nunca vista siguiendo la actuación de la FED en julio, con un incremento del mismo importe y que se piensa se repetirá en la reunión de finales de septiembre.

Gráfico 9. Tipo oficial de intervención



Fuente: Bancos centrales y GVC Gaesco

Como se puede observar en la tabla que mostramos a continuación, en 2021 los países emergentes se anticiparon a los desarrollados con subidas, por ejemplo, en Brasil del 5pp. En Europa, como ya hemos comentado, el Reino Unido realizó un tibio movimiento en diciembre de 15pb, Noruega los subió 50pb y Polonia 65pb. Durante 2022, todos los países incluidos en nuestra tabla han subido tipos de interés con mayor o menor contundencia, con la excepción de Japón, que los ha mantenido constantes, y Turquía, que los ha bajado llevando la inflación hasta más del 70%.

Tabla 2. Tipos de intervención

(%)	30-Jun-21	31-Dec-21	Var. 2S21 (pp)	08-Sep-22	Var. 2022 (pp)	Var. total (pp)
Eurozona	0.00	0.00	0.00	1.25	1.25	1.25
Estados Unidos	0.25	0.25	0.00	2.50	2.25	2.25
Reino Unido	0.10	0.25	0.15	1.75	1.50	1.65
Japón	-0.10	-0.10	0.00	-0.10	0.00	0.00
Suiza	-0.75	-0.75	0.00	-0.25	0.50	0.50
Canadá	0.25	0.25	0.00	3.25	3.00	3.00
Australia	0.10	0.10	0.00	2.35	2.25	2.25
Noruega	0.00	0.50	0.50	1.75	1.25	1.75
Polonia	0.10	1.75	1.65	6.75	5.00	6.65
Suecia	0.00	0.00	0.00	0.75	0.75	0.75
Brasil	4.25	9.25	5.00	13.75	4.50	9.50
Chile	0.50	4.00	3.50	10.75	6.75	10.25
México	4.25	5.50	1.25	8.50	3.00	4.25
Turquía	19.00	14.00	-5.00	13.00	-1.00	-6.00

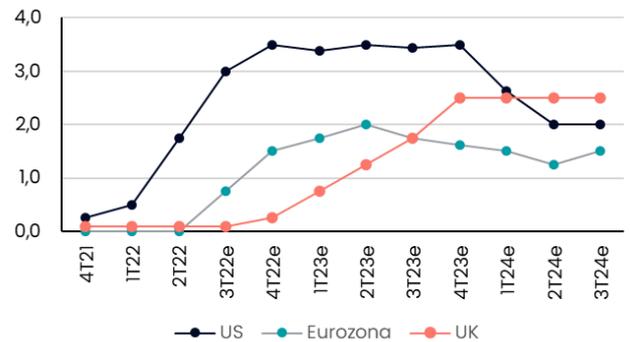
Fuente: Factset y GVC Gaesco

¿Dónde y cuándo veremos el pico de las subidas de tipos?

Las previsiones son difíciles y durante los últimos meses se han ido revisando al alza y manteniendo durante más tiempo. A nuestro juicio dependerá del control de la inflación. De hecho, creemos que el crecimiento económico se supeditará al control de la inflación, aunque esto implique entrar en recesión.

De acuerdo con el consenso de analistas, el pico en el tipo intervención se alcanzará entre el 2T23 y el 3T23, con Estados Unidos a la cabeza y la Eurozona a la zaga. Los niveles serán distintos: para Estados Unidos se espera un máximo del 3,5% mientras que para la Eurozona solamente del 2%. El Reino Unido podría ver máximos en el 2,5%. Quedarían pendientes, por tanto, subidas de adicionales de 75pb en la Eurozona y de 100pb en Estados Unidos. Además, el consenso espera que Estados Unidos comience a bajar tipos en el 1T24, siguiendo las indicaciones de Powell en Jackson Hole, mientras que se da una vida más corta a la subida de la Eurozona, que, según los analistas, empezaría a revertir en el 3T23.

Gráfico 10. Estimaciones del tipo de intervención

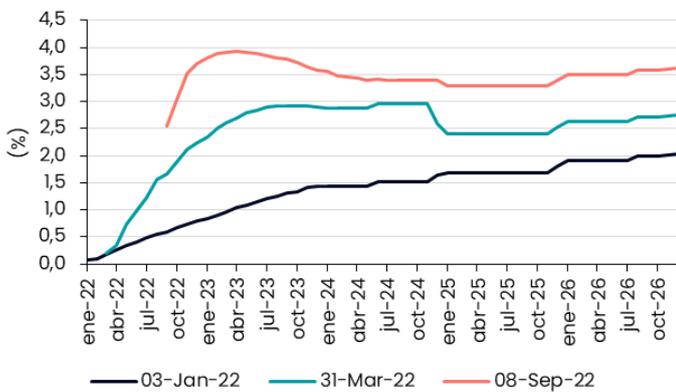


Fuente: Factset y GVC Gaesco

Los futuros de los Fed funds sitúan el máximo del tipo de intervención de la Reserva Federal en el 3,9% durante los meses de abril a septiembre de 2023 para empezar a descender paulatinamente a partir de octubre, situándose al final del ejercicio en el 3,5% y llegar a unos niveles del 3,25% e mediados de 2025. Lo más destacable de las curvas de futuros de los Fed funds es la traslación alcista de las mismas desde comienzos de año, tanto en cuanto al pico máximo de este ciclo de subidas (del 1% al 4%) como en los tipos a medio plazo (del 2% al 3,5%). Las declaraciones de Jerome Powell y de los otros presidentes de las Reservas Federales estatales fijaron el tipo al que esperan llegar entre el 3,75% o 4%, lo que coincidiría con los tipos

descontados por los futuros. Sin embargo, las autoridades han manifestado su intención de mantener el nivel máximo a lo largo de todo 2023, por lo que los futuros se adelantan un poco al cambio de ciclo monetario.

Gráfico 11. Estimaciones del tipo de intervención

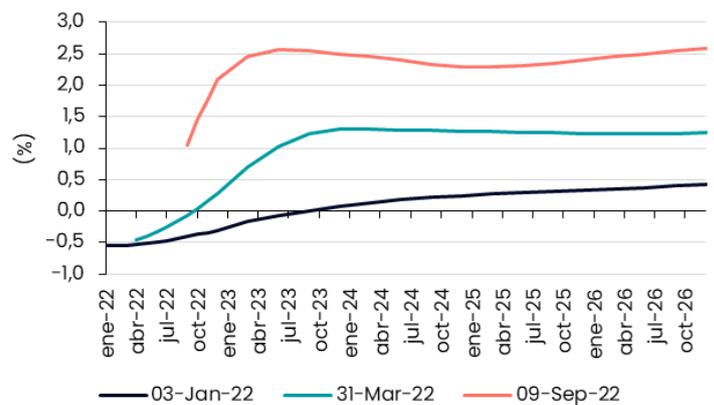


Fuente: Bloomberg y GVC Gaesco

Los futuros del Euribor a 3m descuentan un nivel máximo del Euribor 3m del 2,4% en marzo de 2023, por encima del 2% para el tipo de intervención que estima el consenso, aunque añadamos un diferencial de unos 25pb por su duración. En este sentido, tanto los futuros como el consenso también han errado a lo largo del año tanto en el nivel como en la duración de la subida de tipos en la Eurozona. A principios de años, se descartaban subidas de tipos de interés en 2022; con las primeras

declaraciones de Christine Lagarde a principios de febrero sobre los problemas de inflación y la necesaria subida de tipos de interés, se empezó a descontar para finales de 2022. La realidad ha superado las estimaciones: la primera subida fue en julio y la segunda en septiembre ha sido la de mayor magnitud nunca realizada por el ECB hasta situarlos en el 1,25%, cifra muy superior del tipo de interés a largo plazo que se descontaba a largo plazo en enero de 2022 y similar a la que se esperaba a finales de marzo.

Gráfico 12. Futuros del Euribor 3m



Fuente: Bloomberg y GVC Gaesco

A nuestro juicio, es difícil determinar todavía el nivel máximo de las subidas de tipos por parte de los Bancos Centrales porque dependerán del control de la inflación. Lo que sí parece ahora evidente es que la inflación

se ha convertido en el enemigo número 1 de las autoridades monetarias y que el crecimiento económico pasa a un segundo plano. En realidad, en el mandato del Banco Central Europeo el único objetivo del mismo es controlar la inflación, aunque una lectura “amplia” del mandato asumió que velar por el crecimiento económico era necesario para cumplir con el objetivo de inflación. La Reserva Federal, por el contrario, tiene el doble objetivo de gestionar la inflación y el crecimiento y ahora el control de la inflación va a supeditar el crecimiento a corto plazo para garantizar el crecimiento estable a largo plazo.

Conclusiones

El entorno macroeconómico del futuro cercano es incierto, por presiones geopolíticas, presiones en la oferta y una inflación todavía sin controlar. Las autoridades monetarias finalmente han puesto como “enemigo al que batir” a la inflación, acelerando en el último mes las subidas de tipos de interés independientemente del impacto negativo que estas puedan tener en el crecimiento económico.

En Europa, con los problemas de la energía derivados del conflicto entre Rusia y Ucrania, hay posibilidades de entrar en recesión en la última parte del ejercicio 2022 y primera parte del ejercicio 2023 dependiendo de la evolución de este conflicto que, por el momento, no parece se vaya a solucionar en el corto plazo. Posibles cortes del suministro del gas, unidos a problemas derivados de la subida de los costes de la energía, podrían provocar caídas relevantes en la producción industrial. El incremento de los tipos de interés disminuirá la renta disponible de los hogares tras el pago del servicio de la deuda. Por el lado positivo, todavía queda ahorro embalsado de los tiempos de la pandemia.

En Estados Unidos se está ya teóricamente en recesión técnica tras dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo. La subida de tipos, adelantada y más agresiva que la europea, debería empezar a notarse en los próximos meses. Con una economía más dinámica que la de la Eurozona y sin los problemas de cortes energéticos, podría experimentar una recesión breve en los próximos meses para empezar a recuperar en la segunda parte del 2023.



LOS MERCADOS YA HAN DESCONTADO LOS IMPACTOS MACRO CONOCIDOS

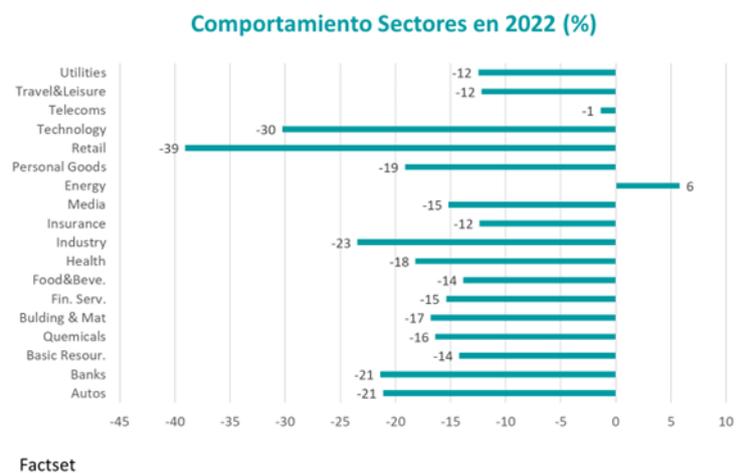
Víctor Peiro, Director de Análisis y Research de GVC Gaesco Valores

La falta de visibilidad sobre la duración de la inflación de costes es el principal riesgo que están cotizando los valores y los mercados desde principio de año. Esto ha llevado a la mayoría de los índices europeos a perder los niveles que tenían antes de la pandemia.

plazo. Así, el sector de la energía es el claro ganador, ya que justamente cuando muchos gestores no apostaban por el petróleo a causa de la transición energética, la situación geoestratégica le ha dado un fuerte soporte de precios en el corto plazo. Algo parecido ha pasado en los sectores de bancos y telecomunicaciones, que estructuralmente sufren de imposibilidad de fijación de precios por la fuerte competencia, pero a corto plazo sí están teniendo una ventana de oportunidad de recuperar valor.

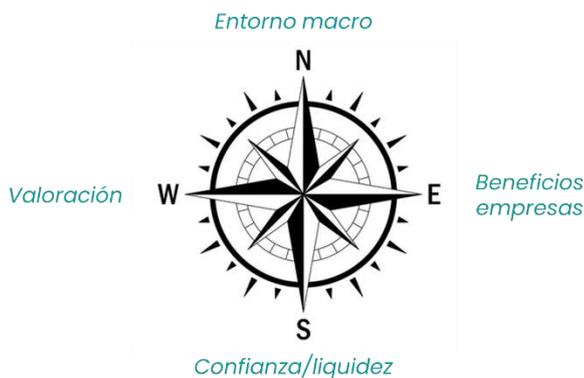


El comportamiento sectorial refleja claramente los beneficiados y perjudicados de esta situación coyuntural, que en algunos casos tiene justamente la dirección contraria a lo que esperamos a largo



En estas situaciones de baja visibilidad lo mejor para elegir los valores más adecuados es revisar cómo afecta este entorno a las coordenadas principales que afectan al mercado:

- a) el escenario macro
- b) los beneficios empresariales
- c) la valoración
- d) la liquidez



Algunos costes ya se están moderando, pero ahora la clave está en los sueldos

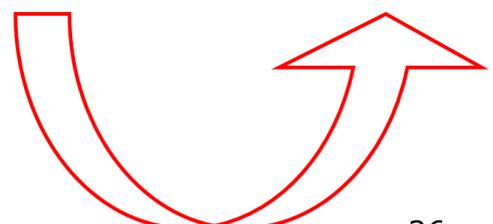
En lo referente al entorno macro, ya hemos visto en el apartado correspondiente que hay un riesgo al alza de la inflación, un riesgo a la baja en el crecimiento y dudas de si las actuaciones de los bancos centrales serán comedidas. Este contexto, supone un indudable input negativo para los mercados. Sin embargo, lo positivo es que ya se empieza a ver cierta inflexión en algunos de los insumos que se han disparado y ello

puede poner techo a la inflación, lo cual limitaría el alza de tipos a un periodo corto. Lo negativo es que están empezando a verse los efectos de segunda ronda, con presiones sobre los salarios en muchas industrias y países, lo que puede alargar la situación. Por ahora, el empleo es la variable que se está comportando con más solidez y eso da cierto poder de negociación a los trabajadores.

El mercado ya ha descontado que la guerra de Rusia y Ucrania va a tener una duración más larga de lo que se temía cuando empezó. En ese entorno, hay que recordar que mientras que en un escenario de duración media de seis meses, estimábamos que las bolsas europeas tendrían un comportamiento plano, si se alargaba el conflicto, anticipábamos una caída de entre el 10% y el 15%. Y este es el punto en el que estamos, por lo que tendemos a pensar que el ajuste de cotizaciones ya se ha producido.

Febrero 2022:
Escenario
duración media

Septiembre 2022:
Escenario
duración larga



Las perspectivas de beneficios empresariales siguen siendo resilientes en 2022, pero la clave está en 2023

Centrándonos en la situación y perspectivas de los resultados empresariales, hay que decir que, a día de hoy, el nivel absoluto de beneficios estimados en Europa para el cierre de 2022, se sitúa un 30% por encima del nivel de 2019, después de un crecimiento de más del 70% en 2021.

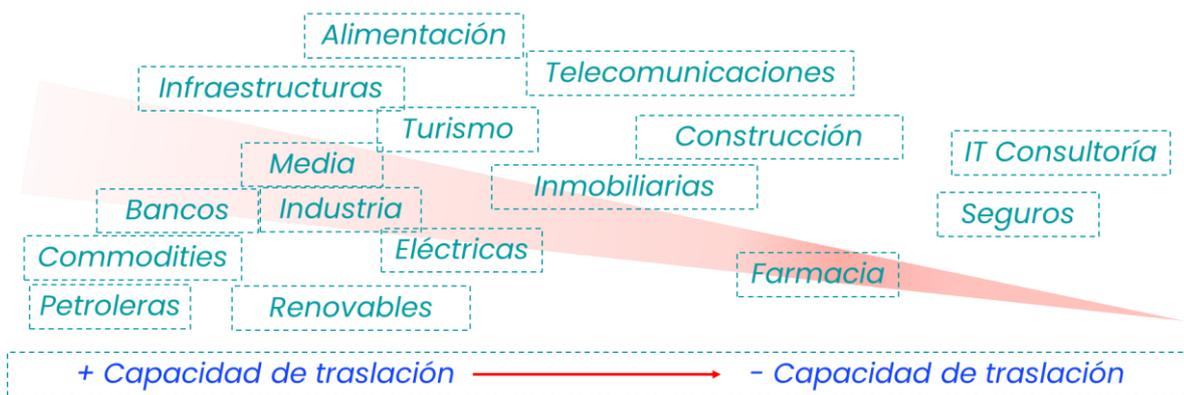
MONITOR DE RESULTADOS				
Crecimiento del BPA				
(%)	2020	2021	2022e	2023e
S&P 500	-14.0	50.1	8.0	8.4
Ibex 35	-64.5	198.4	16.6	-7.5
Stoxx	-34.3	79.0	17.4	3.6
EuroStoxx	-35.2	80.8	13.2	5.6
Crecimiento de las Ventas				
(%)	2020	2021	2022e	2023e
S&P 500	-1.0	17.0	10.7	4.1
Ibex 35	-19.2	15.9	16.5	-2.4
Stoxx	-10.4	18.6	18.2	1.2
EuroStoxx	-6.4	16.3	14.7	1.7

Fuente: Factset y GVC Gaesco

Las estimaciones actuales para 2022 y 2023 apuntan a crecimientos adicionales. Sin embargo, hay que tener en cuenta que dicho crecimiento de 2021 y buena parte de 2022, ha estado influido por: a) unos incentivos fiscales y monetarios sin precedentes y b) por un gasto acelerado en 2021 y 2022, alimentado por el exceso de ahorro generado durante los meses de confinamiento. Ahora, ese ahorro puede estar reduciendo y por lo tanto, una demanda más débil puede complicar la capacidad de las empresas de seguir trasladando los aumentos de costes a los precios sin afectar a las ventas.

La posibilidad de proteger los márgenes es muy diferente por sectores y ahí es donde debe centrarse la selección de valores. Esta capacidad de subir precios depende de una serie de factores intrínsecos al propio sector, como la estructura competitiva, la elasticidad de la demanda, pero también de factores exógenos como la renta disponible de los consumidores, la existencia de productos sustitutivos más baratos o la regulación (como estamos viendo en los intentos de los políticos por controlar algunos precios).

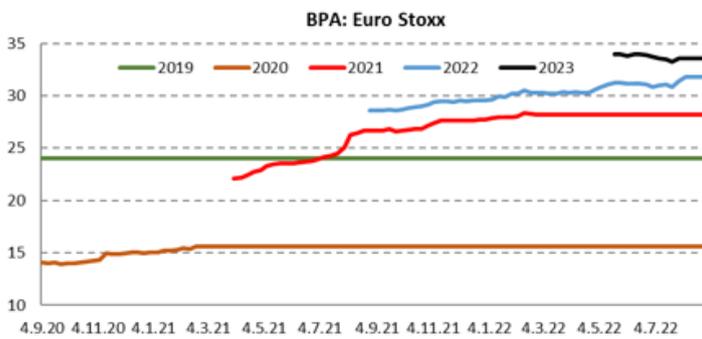
La capacidad de traslado de costes a precios cambia por sectores



Nuestras estimaciones de margen Ebitda para las empresas europeas se han reducido frente a lo que esperábamos en diciembre, pero siguen siendo superiores a las que había en 2019. En España, el margen Ebitda ha descendido un punto desde 25% a 24% año contra año, con las cifras publicadas en el primer semestre. Es verdad que, un cierto estrechamiento de márgenes no es incompatible con cifras de beneficio creciendo en términos absolutos, dado que actualmente las estimaciones de crecimiento de ventas son ligeramente superiores a las de los beneficios.



Por el momento, las estimaciones no solo muestran crecimiento, sino que éstas, han sido ascendentes durante los últimos meses, en lo que se refiere a 2022. Solo se ha empezado a ver una ligera reducción de las estimaciones para 2023, por ese desfase entre recuperación de ventas tras el COVID en 2021 y 2022 y el aumento de costes que se sufrirá más en 2023.



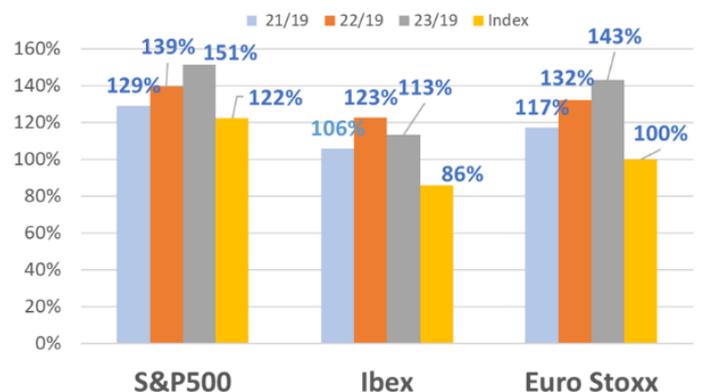
Factset. GVC Gaesco Valores

“ **Por resumir, si en 2021 y 2022 los beneficios han estado impulsados por una demanda boyante, unos costes de mano de obra aún contenidos y una gestión de existencias adecuada, el reto es que los beneficios de 2023 y 2024 sigan mostrando la misma fortaleza.**

La valoración de los mercados parece atractiva si los beneficios aguantan

Atendiendo a diversos métodos, los mercados están baratos y ya han descontado la situación actual. Las valoraciones bottom-up de consenso muestran potenciales de revalorización del 30% para España y Europa y esto es compatible con lo que nos muestra la relación entre beneficios y situación de los índices en comparación con los niveles prepandemia.

Beneficios de 2021-22-23 vs 2019 e Índices



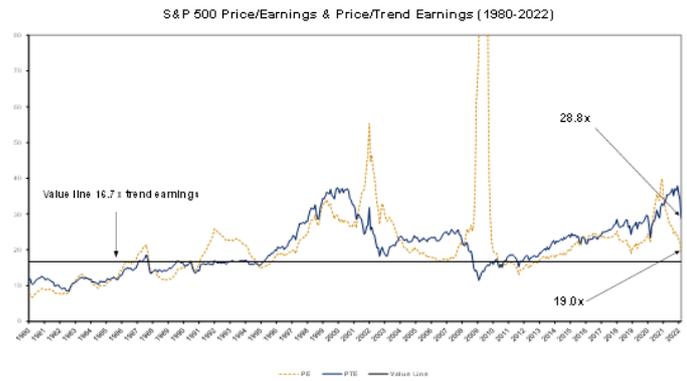
Factset

Los índices de referencia europeos están al mismo nivel que antes de que estallara el impacto de la pandemia en esos mercados (mediados de febrero de 2020). Sin embargo, los beneficios estimados

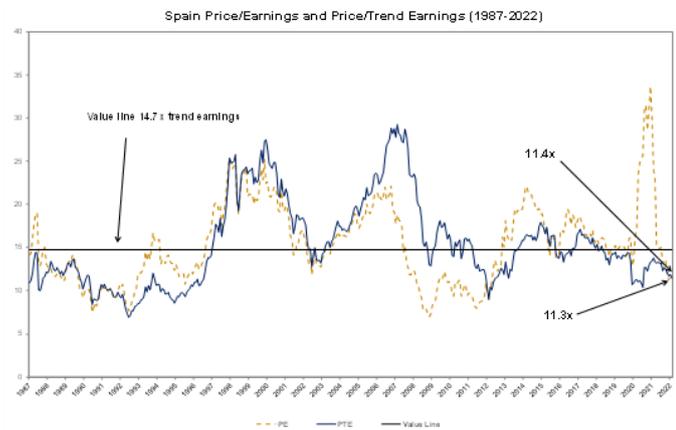
para 2022 para esos mismos índices están un 43% por encima de los de 2019. Es decir, en teoría el PER está ahora un 43% por debajo del nivel prepandemia. Es cierto que el nivel de tipos de interés y de inflación ha cambiado radicalmente. En España, este desfase es del 27%, ya que los beneficios superan en un 13% los de 2019 y el Ibex está un 16% por debajo. En EEUU este método ofrece un desfase de casi el 30% igualmente.

Esta situación produce ese gap entre cotizaciones y valoración y podría estar generada porque el mercado descuenta un ajuste a la baja en las estimaciones de beneficios. Para que se ajustase solo por el lado de los beneficios, las estimaciones deberían bajar en 2023 un 30%, lo que hoy por hoy nos parece excesivo. Para realizar una valoración más basada en tendencias de beneficios ajustadas a más largo plazo, hay que mirar el PER de Shiller, que pone en relación el valor actual de las bolsas con un

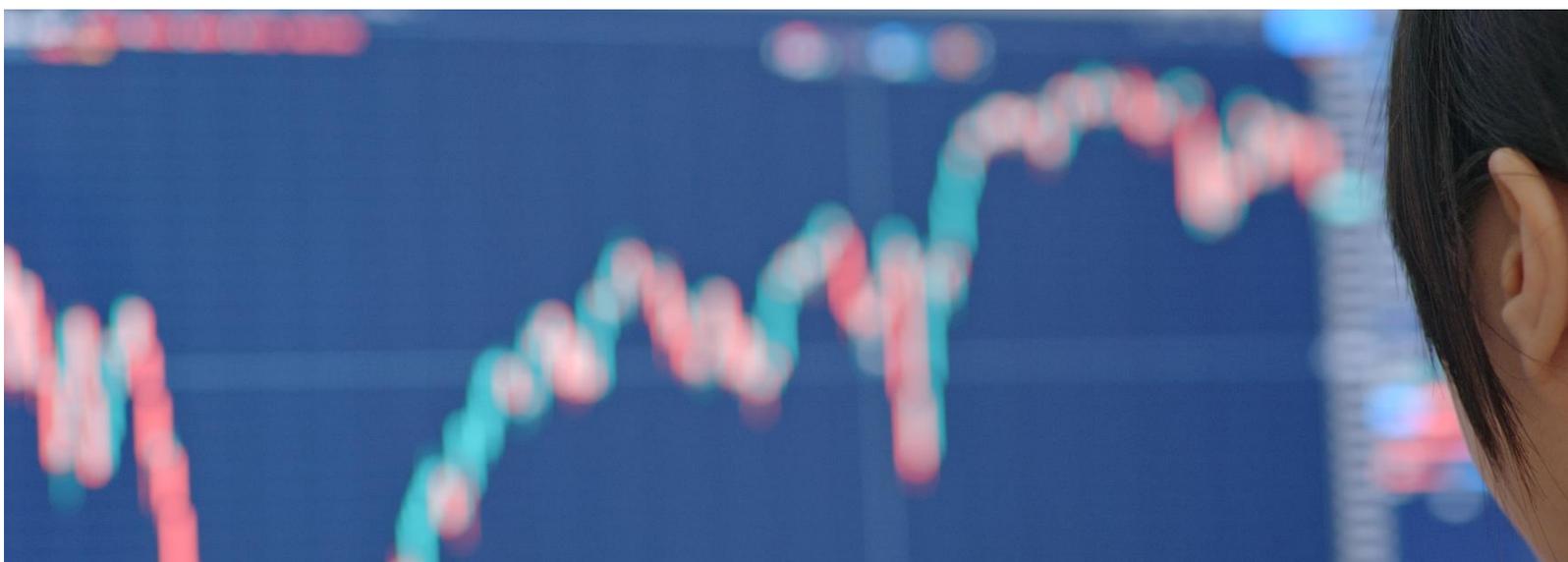
beneficio ajustado por el ciclo económico de los últimos 10 años. En ese caso se observa una sobrevaloración de los índices americanos, pero una valoración adecuada con un cierto potencial para el Ibex y Europa.



Source: ESN, S&P



Source: ESN, Datastream



Conclusión: selección activa de valores pensando en varios meses vista

En conclusión, una de las claves de los próximos meses es la resiliencia de los beneficios: veremos quién tiene razón, las optimistas estimaciones o el pesimista mercado. Pensamos que las bolsas no están poniendo en precio una recesión, algo con lo que estamos de acuerdo, a no ser que la crisis energética profundice más en Europa y arrastre a otras áreas a mayores dificultades. Las empresas esperan traspasar los aumentos de costes a los consumidores y clientes. Pero por el momento no está claro si podrán hacerlo, si atendemos a los indicadores de confianza empresarial, PMIs, confianza de los inversores y de los consumidores. **Nosotros creemos que esta discrepancia entre valoración y beneficios se va a resolver con una contribución de ambas partes.** En el corto plazo, esperamos más profit warnings, que mantendrán a la bolsa en el terreno lateral durante el último trimestre, con lo que cumpliría el año turbulento que esperábamos para 2022. Nuestra posición ante esta visibilidad reducida es seguir aplicando una política activa y selectiva de inversión, con un balance cíclico-defensivo, dependiendo del perfil de riesgo y horizonte temporal de la rentabilidad esperada. Dado que la bolsa anticipa seis meses, y pensamos que en ese periodo ya se habrán suavizados las tensiones de inflación y las subidas de tipos, iríamos construyendo una cartera de valores con miras a 2023, basada en los valores que publicamos mensualmente en nuestras listas de valores preferidos y carteras recomendadas.

*Beneficios
empresarial
es un
30%/50%
por encima
del nivel
pre-COVID*



*Índices
bursátiles
entre un -
20% y un
+20% sobre
los niveles
pre-COVID*

Equipo de Asesoramiento y Gestión

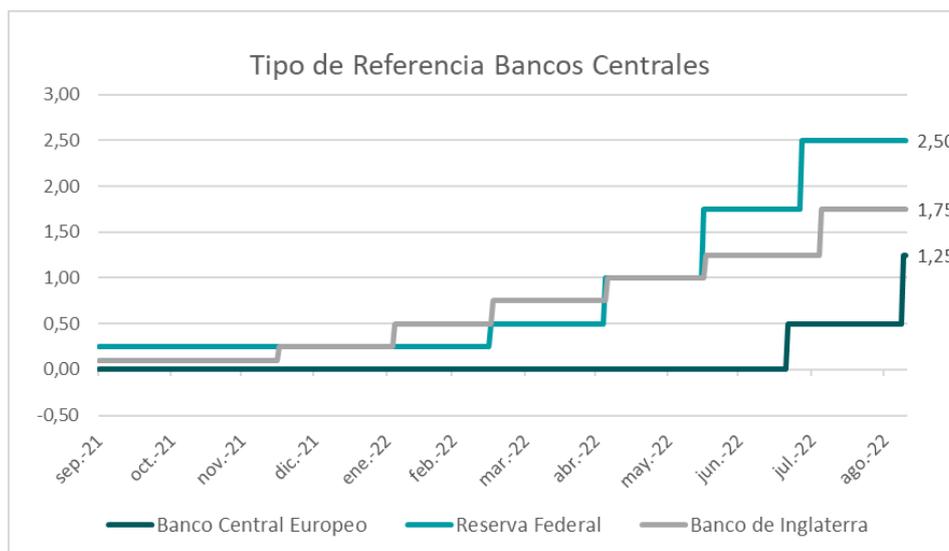


2022 BAILANDO AL SON DE LOS TIPOS DE INTERÉS
Gema Martínez-Delgado, Directora de Asesoramiento y Gestión Discrecional de GVC Gaesco Valores

A lo largo del año 2022 hemos asistido a un ajuste continuo de los tipos de interés por parte de la gran mayoría de bancos centrales. A medida que avanza el año, ha sido necesario acelerar este proceso para poner freno a las tensiones inflacionistas globales, más persistentes de lo inicialmente previstas e incrementadas por el conflicto bélico en Ucrania, que aún

a día de hoy, y con gran parte del camino recorrido por parte de las autoridades monetarias, no termina de dar señales de desaceleración.

Los bancos centrales han hecho los deberes reunión tras reunión, y los mercados financieros no han sido menos, adelantando a lo largo del año las expectativas de tipos de interés futuras.



Los mercados ya han ido anticipando el repunte de tipos de interés, los bancos centrales ya se han encargado de trasladar esa situación a través de sus mensajes al mercado, por ello, tanto tipos de gobierno como corporativos, han reflejado en sus cotizaciones el nuevo escenario.

Por una parte, los tipos de interés de gobierno muestran fuertes incrementos anuales desde el cierre del año pasado:

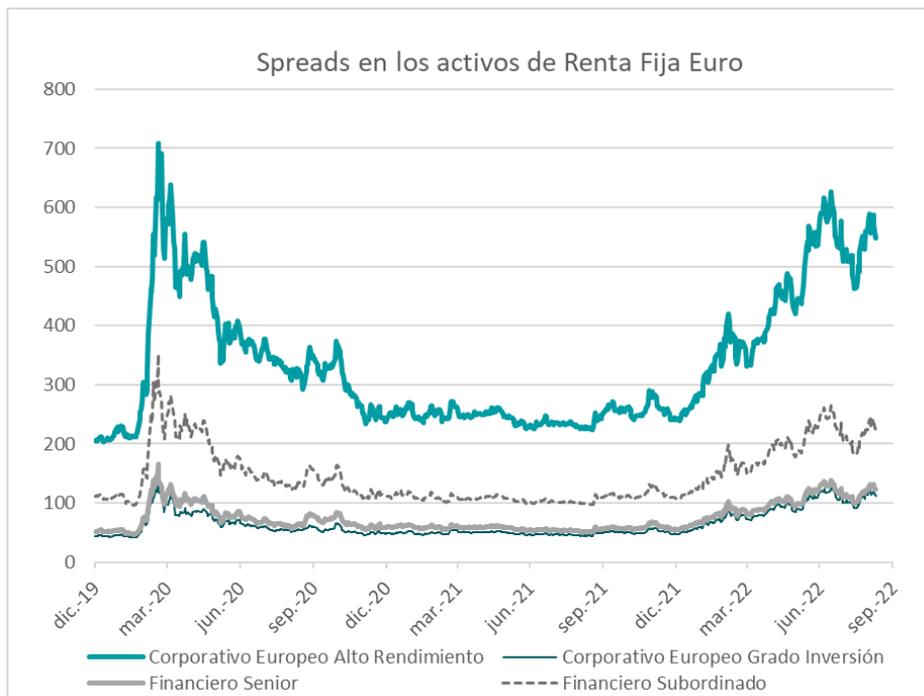
	31/12/2021	13/09/2022	Diferencia p.b.	Pendiente vs 10a
Tipo de Gobierno USA 6 meses	0,18	3,71	353,48	-0,30
Tipo de Gobierno USA 2 años	0,73	3,76	302,38	-0,35
Tipo de Gobierno USA 5 años	1,26	3,58	231,57	-0,17
Tipo de Gobierno USA 10 años	1,51	3,41	189,79	0,00
Tipo de Gobierno ALE 6 meses	-0,68	0,85	152,61	0,88
Tipo de Gobierno ALE 2 años	-0,62	1,39	201,40	0,34
Tipo de Gobierno ALE 5 años	-0,45	1,58	203,20	0,15
Tipo de Gobierno ALE 10 años	-0,18	1,73	190,70	0,00

Fuente Bloomberg 13/09/22

La curva americana es la más adelantada en este proceso, cuatro subidas en el año y una quinta para el 21 de septiembre que, con toda probabilidad, situará los tipos de referencia en el 3,25%, y con expectativas de acabar el año en el entorno del 4%. Podemos decir que, gran parte del movimiento esperado para el año en curso y el siguiente, se ha adelantado al ejercicio 2022 y, por tanto, el movimiento pudiera estar muy cercano a su fin, en función de los próximos datos de inflación, aun a costa de dañar en parte el crecimiento económico. Muestra del fin del proceso de subidas, se refleja en la pendiente de la curva, donde actualmente, salvo los tramos más cortos, ya presenta un escenario negativo o de curva invertida.

En Europa, el BCE ha tenido que acelerar en su última reunión con una subida de 75 puntos básicos, necesaria para frenar una situación de inflación acelerada en parte por los acontecimientos bélicos entre Rusia y Ucrania. Adicionalmente, el BCE ha rebajado las estimaciones de crecimiento y ha incrementado las de inflación para los próximos dos años.

Por otra parte, los spreads de crédito, tanto investment grade, como high yield, también han tensionado ante este contexto, alcanzando niveles similares a los que vimos con la volatilidad de la pandemia.



Y ante este repunte de spreads, la consecuente caída de precios, lo que lleva al índice de bonos global agregado en dólares (índice global de bonos investment grade para 24 mercados desarrollados y emergentes, con emisores públicos y privados) a una caída anual del -16%, magnitud de gran calado para emisores del mercado de activos de renta fija.



¿Cómo hemos actuado dentro de nuestras carteras de inversión en renta fija?

Desde finales del 2021 y ante las esperadas subidas de tipos, hemos tomado un posicionamiento de baja duración, tanto en emisores públicos como privados. La parte de inversión en bonos de gobierno, se ha centrado exclusivamente en bonos ligados a la inflación con duración cubierta, posición que ya vamos reduciendo desde mediados de año, ante movimientos de consolidación en los breakeven de inflación. La parte de crédito también ha sido especialmente defensiva, con bajas duraciones o en emisiones de bonos flotantes, especialmente en emisores de alto rendimiento, minimizando la sensibilidad a tipos de interés.

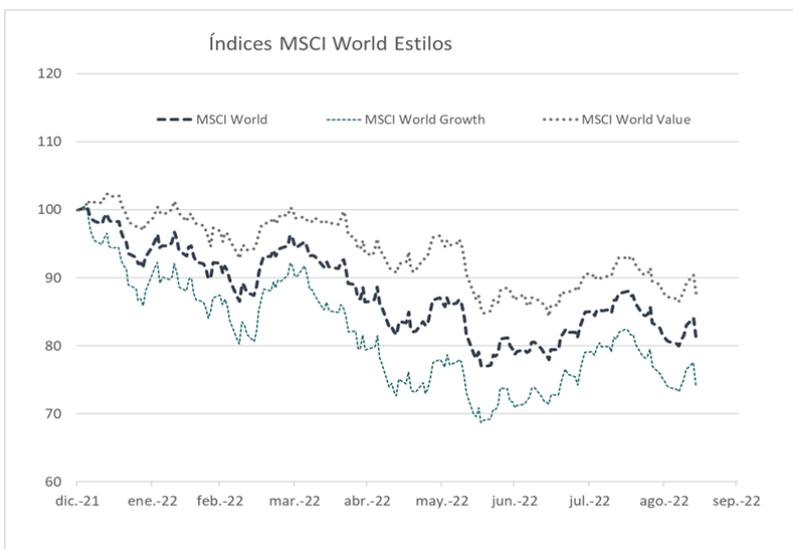
En los últimos dos meses, tras la anticipación de los movimientos de ampliación por parte de los emisores corporativos a nivel global, hemos empezado a incluir en cartera posiciones de crédito corporativo corto plazo, con tises superiores al 3% (en euros) y duraciones medias de menos de 2 años. El sector financiero

nos parece atractivo en el momento actual, los balances de las entidades financieras presentan ratios muy sólidos y el entorno de tipos favorece la futura evolución de las mismas. Por el momento, mantenemos en euros duraciones cortas, si bien en la curva dólar, podríamos empezar a tomar posiciones con mayor duración.

Respecto a los **mercados de renta variable**, Respecto a los mercados de renta variable, también han tenido que ajustar sus valoraciones al nuevo contexto de tipos de interés. El escenario macroeconómico ha pesado claramente en las cotizaciones de las acciones, por el momento sin un fuerte ajuste en las estimaciones de crecimiento de beneficios. Esto ha hecho que las valoraciones de precio / beneficio se hayan acercado a las medias de los últimos 10-12 años. La evolución de los principales índices bursátiles se presenta negativa en lo que llevamos de año, por dar un dato, el MSCI World en dólares, presenta a día 13 de septiembre una rentabilidad negativa del -18,94%, muestra del escenario complejo para la clase de activo.

A nivel sectorial, los que presentan múltiplos elevados son los que más han sufrido, principalmente en la primera parte del año, ya que tienen mayor sensibilidad al repunte de tipos de interés, por eso, tanto mercados más growth (como el Nasdaq) o sectores vinculados a la tecnología o al consumo discrecional, han sufrido mayores caídas.

Por otra parte, los sectores de múltiplos bajos y defensivos han tenido un mejor comportamiento relativo, así como aquellos vinculados a las materias primas: energía, telecomunicaciones, consumo básico o salud.



Fuente Bloomberg y elaboración propia. Datos en moneda local (12/09/22)

¿Cómo hemos actuado en la gestión de las carteras de renta variable?

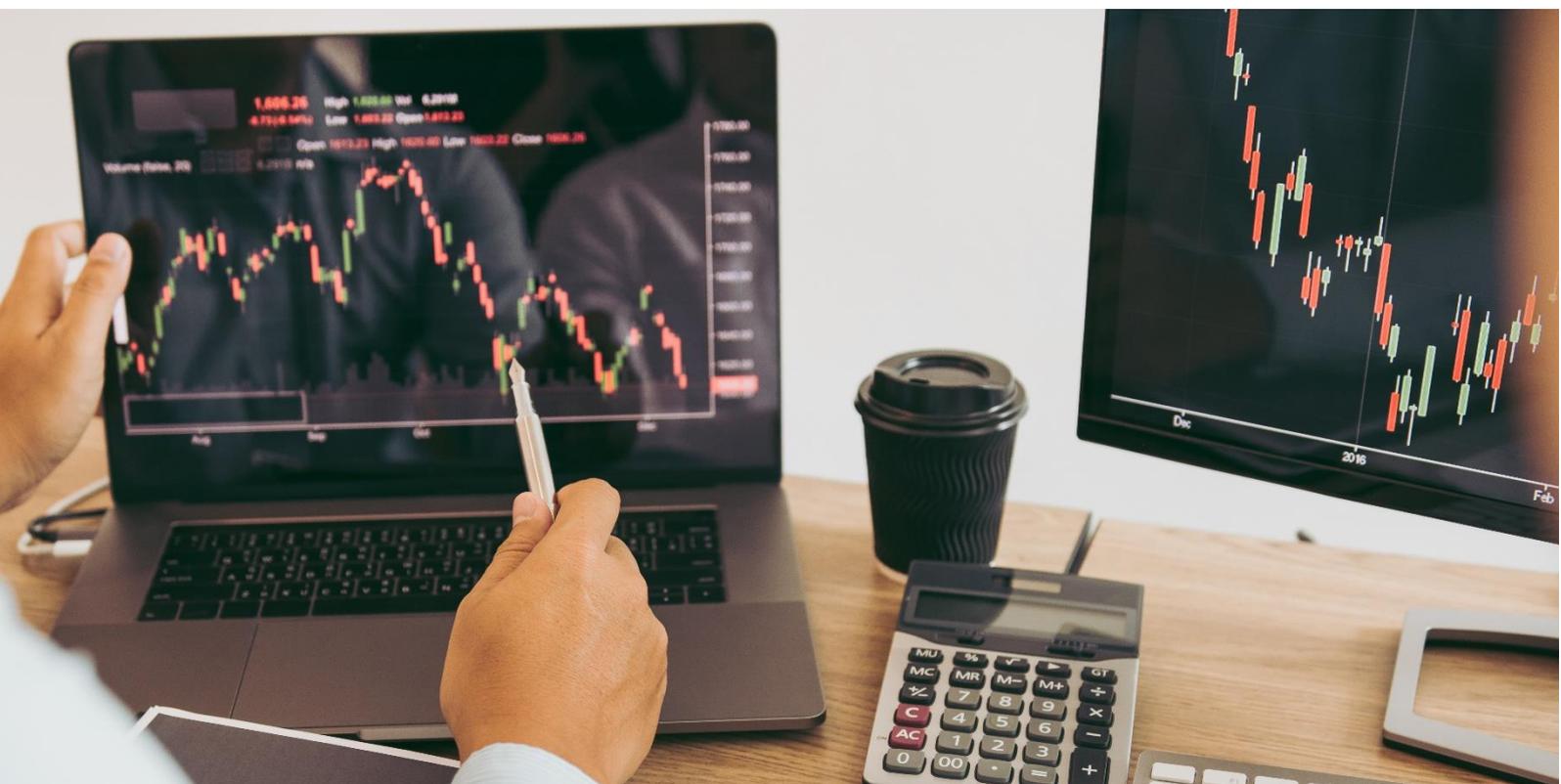
Dentro de nuestro servicio de gestión discrecional de carteras hemos ido ajustando nuestras posiciones en función del tipo de mandato de gestión que tenemos delegado.

En la primera parte del año, cuando aparecían las primeras noticias de tensión geopolítica desde Rusia, rebajamos nuestra exposición a renta variable, como medida de cobertura ante un escenario incierto, desde ese momento, hemos mantenido un posicionamiento prudente, neutralizando la exposición a renta variable a medida que teníamos un mejor conocimiento de la situación.

En términos geográficos, a día de hoy mantenemos el sesgo a favor de Estados Unidos, considerando que el mercado ya ha recorrido gran parte del ajuste al nuevo entorno de tipos de interés. En este momento, aunque las valoraciones del mercado americano no sean las más atractivas en términos relativos a otros mercados, preferimos pagar esta prima para reducir la volatilidad y aprovechar la mayor visibilidad del mercado americano.

Sectorialmente, ya son varios trimestres (desde final del 2020) los que llevamos sesgando la inversión hacia sectores con baja correlación a la subida de tipos de interés y a aquellos con mayor capacidad de traslación de precios, tales como energía, seguros, industrial, materiales. Por otra parte, también a otros donde vemos potencial futuro, al margen de los tipos de interés, como turismo, transformación energética o tratamiento de datos (big data).

Estamos en una situación de ajuste de valoraciones a nivel global. En los próximos meses, tendremos que ver cómo afecta la subida de tipos de interés y la consecuente ralentización económica, junto con la evolución de las tasas de inflación a los beneficios empresariales. Nos enfrentamos a un cambio de ciclo donde los bancos centrales, si quieren controlar la inflación, van a tener que dejar que la economía se debilite (aterriaje más o menos suave o duro), dejando los estímulos monetarios a un margen para reactivar la actividad. Ésta será la clave para determinar nuestros niveles de inversión futuros.





¿YA ES PARTE DE GVC GAESCO?

Póngase en contacto con su asesor patrimonial, escríbanos a atencioncliente@gvcgaesco.es o

llámenos al 932712000 –
911988500 – 900909065,
estaremos encantados de atenderle.

ACCESO CLIENTE

¿TODAVÍA NO ES CLIENTE?

Hágase Cliente de GVC Gaesco en pocos minutos, de forma segura y completamente online. Abrir una cuenta no tiene asociado ningún coste.

HÁGASE CLIENTE

Disclaimer

La presente información tiene carácter publicitario de GVC Gaesco Valores, S.V. SA. y fin meramente informativo a los destinatarios, cumpliendo con las normas de conducta aplicadas a todos los servicios de inversión. Por ello, se ha intentado que la información sea suficiente y comprensible para cualquier receptor probable de la misma.

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A., con CIF A-62132352 y domicilio social en C/Fortuny 17 - 28010 MADRID (ESPAÑA). GVC Gaesco Valores pertenece al Grupo GVC Gaesco, siendo una empresa de servicios de inversión registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 182.

GVC Gaesco Valores es miembro de los mercados de valores nacionales (Bolsa de Barcelona, Madrid, Valencia) y miembro liquidador custodio de MEFF.

Todos los productos y servicios prestados por GVC Gaesco Valores se encuentran sometidos a la legislación vigente y bajo la supervisión de CNMV, Banco de España y demás órganos reguladores. Para más información pueden dirigirse a:

- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Oficina Atención Inversor – Edison 4, 28006 Madrid; Tfno. 915851500
- Banco de España, Alcalá, 48, 28014 Madrid; Tfno. 91 338 50 00

GVC Gaesco Valores está adherido al Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) de acuerdo con lo previsto en la normativa vigente. El Fondo de Garantía de Inversiones tiene por objeto garantizar a los Clientes la recuperación de sus inversiones hasta el límite señalado en los supuestos legal y reglamentariamente previstos. GVC Gaesco Valores tiene a disposición de los clientes información detallada sobre el referido Fondo, su funcionamiento, los supuestos y forma de reclamación, la garantía, su alcance y regulación, entre otros, en el Tablón de Anuncios disponible en la página Web de GVC Gaesco, www.gvcgaesco.es, así como en cualquiera de sus oficinas.

El Cliente o potencial Cliente podrá comunicarse con GVC Gaesco Valores en castellano y catalán. GVC Gaesco Valores pone a disposición del Cliente los siguientes medios de comunicación:

- Presencialmente a través de la propia red de oficinas y agentes de GVC Gaesco Valores
- A través del Servicio de Atención Telefónica – Tfno. (34) 932 712 000 – (34) 911 988 500 – (34) 900 909 065 – Fax (34) 935 504 775
- A través de Internet y aplicaciones móvil en el caso de aquellos clientes que hayan contratado estos servicios electrónicos
- A través de correo postal dirigiéndose a GVC Gaesco Valores S.V. S.A.U, C/ Doctor Ferrán 3-5, 08034 Barcelona
- A través de la zona de solicitud de información a través de la web www.gvcgaesco.es

La información de carácter general de GVC Gaesco Valores, así como la relativa a sus agentes, se recoge en su página web www.gvcgaesco.es. El Cliente podrá comunicarse con GVC Gaesco Valores en castellano y catalán.

El Grupo GVC Gaesco mantiene registrado en la CNMV un Reglamento Interno de Conducta, cuyo objetivo principal es determinar los criterios de comportamiento y actuación que deberán observar las personas competentes de acuerdo con lo que se establece en su articulado, en relación con las operaciones con valores y con la Información Privilegiada, así como con el tratamiento, utilización y divulgación de la Información Relevante en orden a favorecer la transparencia en el desarrollo de las actividades del Grupo GVC Gaesco y la adecuada información y protección de los inversores y de aquellas otras personas o instituciones que tuvieran relación con el Grupo GVC Gaesco.

El Reglamento Interno de Conducta tiene carácter complementario de los Códigos de Conducta o normas de carácter análogo que puedan haberse establecido con carácter general por la legislación vigente o las autoridades competentes, en especial, el Código General de Conducta de los Mercados de Valores y las normas que, en su caso, lo desarrollen o modifiquen, que serán de estricto cumplimiento por parte del Grupo GVC Gaesco.

La información contenida en el presente documento hace o puede hacer referencia a rendimientos pasados o a datos sobre rendimientos pasados de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión, en consecuencia, el cliente es advertido de manera general de que dichas referencias a rendimientos pasados no son, ni pueden servir, como indicador fiable de posibles resultados futuros, ni como garantía de alcanzar tales resultados.

Es posible que entre la información contenida en el presente documento existan datos o referencias basadas o que puedan basarse en cifras expresadas en una divisa distinta de la utilizada en el Estado Miembro de residencia de los destinatarios o receptores posibles del presente documento. En tales casos, es necesario advertir de forma general que cualquier posible cambio al alza o a la baja en el valor de la divisa utilizada como base de dichas cifras puede provocar directa o indirectamente alteraciones (incrementos o disminuciones) de los resultados de los instrumentos financieros y/o servicios de inversión a los que hace referencia la información contenida en el presente documento.



www.gvcgaesco.es

atencioncliente@gvcgaesco.es | 93 366 27 27 – 91 431 56 06 – 900 909 065