

La Traca final

“Ganar es poder decir que nunca has abandonado” George Sheehan

Nos adentramos en la última parte del año en el que parece que los inversores se están agarrando a un clavo ardiendo con la ilusión de que los Bancos centrales salgan a la ayuda de los mercados dado como ha iniciado el mes de octubre con sesiones anormalmente alcistas. Ya decía la canción, no me llames iluso porque tenga una ilusión, pero es que realmente los inversores son unos ilusos si piensan que los Bancos Centrales van a salir en ayuda del mercado ya que lo están diciendo claramente en todas las declaraciones: el objetivo es controlar la inflación, y seguirán actuando en la dirección de subidas de tipos, aunque para ello tengan que dañar la economía. Evitan decir la palabra recesión, pero parafraseando aquella película, “enemigo a las puertas”, se tiene una “recesión a las puertas”.

Como dijo Einstein “el mayor misterio del mundo es que resulta incomprendible” y así son las reacciones del mercado en este año, a veces incomprendibles, aunque todo tiene justificación para los economistas como señaló el sociólogo Lawrence J. Peter Definición de economista: es un experto que mañana sabrá explicar por qué las cosas que predijo ayer no han sucedido hoy.

Dejando los dichos aparte, adentrémonos en la realidad.

La realidad es que la **inflación es persistentemente alta**, las **subidas de tipos de interés** para paliar la inflación van a tardar en hacer su efecto y mientras se logra provocará caída de crecimiento en las economías, **camino a la recesión**. A su vez hay que añadir los **conflictos geopolíticos**, principalmente la guerra de Rusia contra Ucrania. Este último acontecimiento acentuó la **crisis de oferta energética**, que como una pescadilla que se muerde la cola, provoca más inflación. No hay que olvidar la **fortaleza del dólar** que al pagarse la energía en dólares hace que la inflación sea más persistente en la Unión Europea.

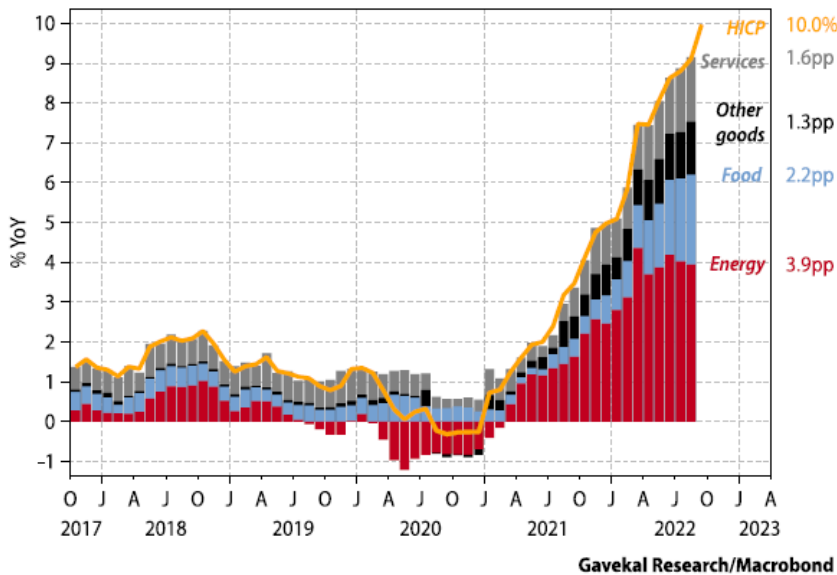
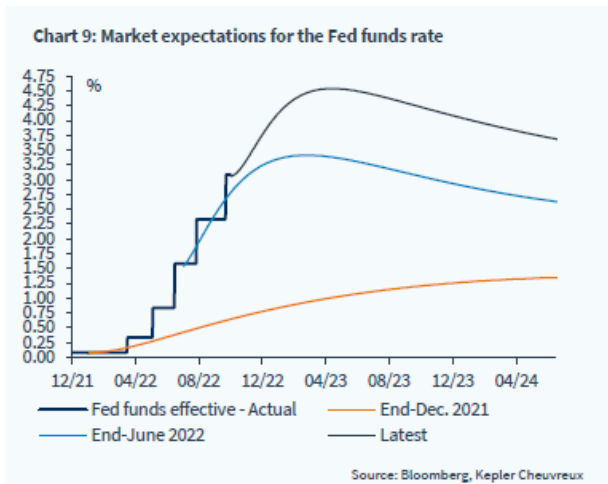


Source: *BNP Paribas Exane estimates*

Los tipos de interés son los más altos en una década, resultado de las políticas de normalización monetaria.

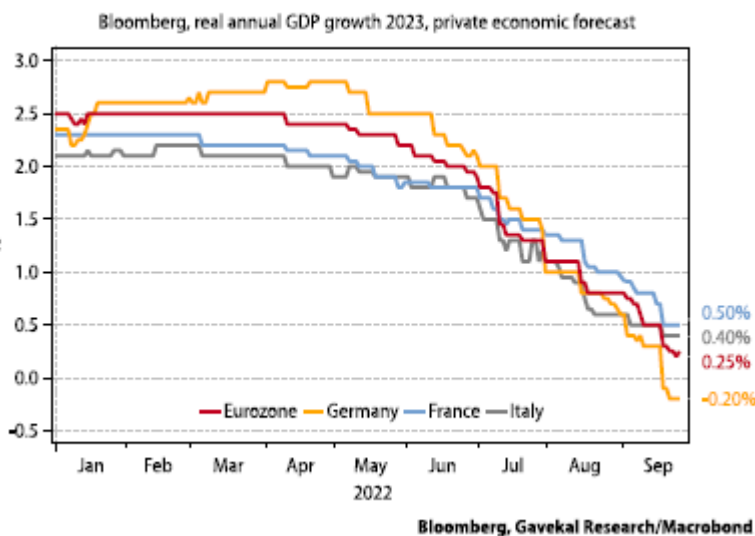
Las subidas de tipos continuarán.

Todo tiene un coste. Ralentización del crecimiento



Una parte muy importante de la subida de la inflación en Europa está propiciada por la subida de la energía, lo que la hace más vulnerable a la subida de tipos.

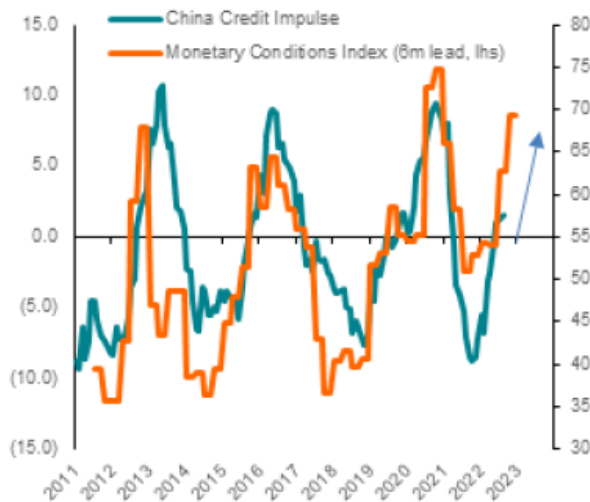
Forecasters have slashed eurozone growth expectations for 2023



Las previsiones de crecimiento se vienen revisando a la baja en la Unión Europea, así como en otras áreas consecuencia de la espiral inflacionista y el aumento de tipos.

China, la segunda economía mundial, aunque está llevando políticas incentivadoras de su economía, tanto por el lado fiscal como monetaria, con bajadas de tipos, no parece levantar cabeza con continuas restricciones y confinamiento por covid, que afectan a las principales áreas comerciales lo que hace tener problemas de en las cadenas de suministros.

Figure 34: The Credit Impulse is recovering
And is likely to cross 3% over the coming months



Por el lado positivo se ve una cierta recuperación del crédito en China.

New economic scenarios

% annual growth	2023e		
	New Baseline scenario	Bear case scenario (severe tightening)	Previous baseline scenario
World*	2.2	0.9	2.5
Developed countries*	0.3	-1.0	0.8
United States	0.0	-1.7	0.9
Japan	0.9	0.3	1.3
Euro Area*	-0.2	-1.8	0.0
UK	-0.4	-1.4	-0.1
Emerging countries*	3.5	2.3	3.7
o.w. China	4.2	3.5	4.6

* Forecasts using IMF weights

Source: BNP Paribas Exane estimates

Así **las implicaciones que tiene esta situación en las inversiones**, en los dos grandes grupos de activos son: Por el lado de la **renta fija**, aumento de las rentabilidades de deuda, lo que implica caída de precios y esas rentabilidades negativas para los tenedores de renta fija, que por fin se darán cuenta que la renta fija no es fija. Por el lado de la **renta variable** los mayores costes de materias primas, economía real, más el encarecimiento de los costes financieros junto con la menor demanda de sus productos por la ralentización económica harían que las empresas bajen sus beneficios futuros, sus márgenes y ventas, lo que cotiza con caídas en las cotizaciones de mercado.

Todas estas consecuencias de las actuaciones de los Bancos Centrales y situación geopolítica, **ya las han venido descontando los mercados** durante este año, así se **han registrado caídas de**

doblo dígito, tanto en los índices de renta fija como en los de renta variable. Se ha entrado en un mercado bajista con goteo de caídas diarias, salvo algún día de repuntes locos, de alta volatilidad, lo que demuestra la importancia de estar siempre invertido.

Markets at a glance

	Price / Yield / Spread	Change 1 week	Index QTD return	Index YTD return
US Treasury 10 year	3.61%	-7 bps	-4.7%	-13.5%
German Bund 10 year	1.92%	-11 bps	-4.7%	-15.4%
UK Gilt 10 year	3.97%	14 bps	-13.6%	-26.3%
Japan 10 year	0.25%	1 bps	1.4%	-3.6%
Global Investment Grade	180 bps	18 bps	-4.6%	-17.0%
Euro Investment Grade	221 bps	23 bps	-3.3%	-15.1%
US Investment Grade	167 bps	16 bps	-5.1%	-18.3%
UK Investment Grade	195 bps	34 bps	-11.6%	-22.6%
Asia Investment Grade	232 bps	26 bps	-3.0%	-11.0%
Euro High Yield	640 bps	74 bps	-0.7%	-15.7%
US High Yield	543 bps	31 bps	-0.7%	-14.6%
Asia High Yield	1025 bps	78 bps	-4.8%	-23.1%
EM Sovereign	467 bps	32 bps	-4.2%	-22.2%
EM Local	7.3%	18 bps	-4.7%	-18.6%
EM Corporate	404 bps	27 bps	-2.6%	-16.2%
Bloomberg Barclays US Munis	4.0%	17 bps	-3.5%	-12.1%
Taxable Munis	5.2%	16 bps	-7.3%	-22.2%
Bloomberg Barclays US MBS	69 bps	-1 bps	-5.3%	-13.7%
Bloomberg Commodity Index	242.08	-0.7%	-4.1%	13.6%
EUR	0.9809	1.2%	-6.5%	-13.8%
JPY	144.47	-1.0%	-6.2%	-20.5%
GBP	1.1280	2.9%	-8.3%	-17.5%

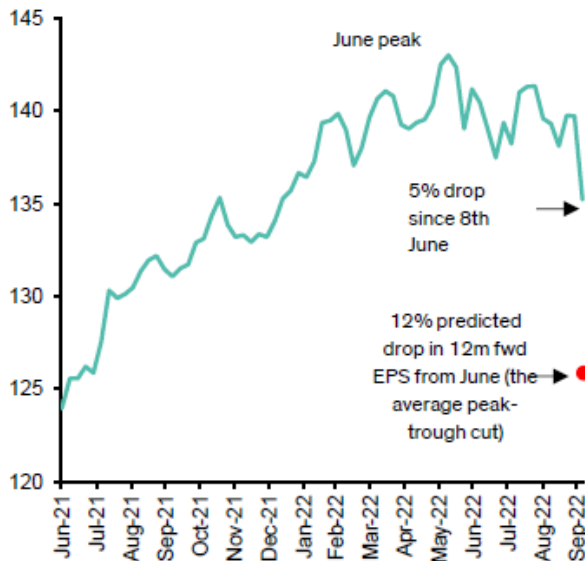
Source: Bloomberg, Merrill Lynch, as at 30 September 2022.

Evolución Renta fija cierre septiembre 2022

Con todo, **la publicación de los resultados empresariales** del tercer trimestre serán una prueba de la resistencia de las compañías al actual entorno, **lo importante serán los objetivos a medio plazo** que pronostiquen las compañías en sus informes.

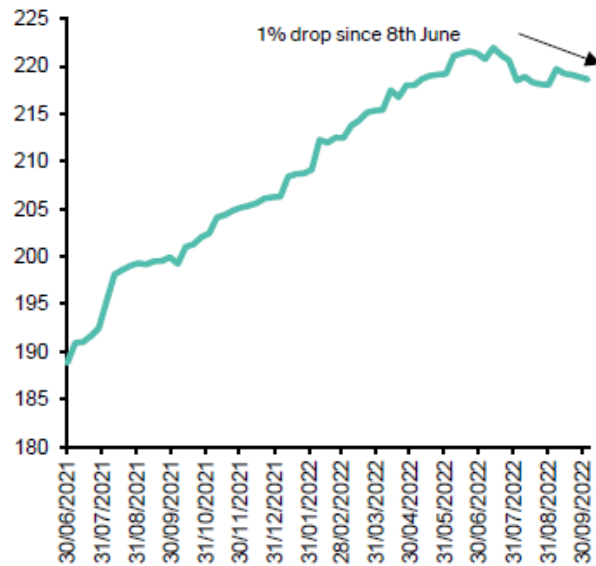
Los analistas ya han comenzado a revisar las estimaciones de beneficios empresariales, aunque aún prevén crecimiento de ellos mismos

EXHIBIT 1: European consensus 12mth forward EPS has fallen by 5% since 8th June



Source: MSCI, IBES, Bernstein research
Consensus 12 month forward EPS for the MSCI Europe Index (in USD)

EXHIBIT 2: US consensus 12mth forward EPS has fallen by 1% since June



Source: MSCI, IBES, Bernstein research
Consensus 12 month forward EPS for the MSCI US Index (in USD)

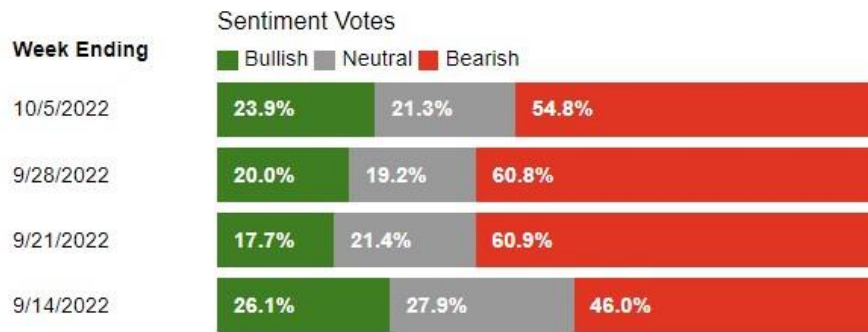
El consenso de beneficio por acción para 2023 ha caído desde junio un 5% en Europa y un 1% en Estados Unidos. En Estados Unidos el consenso espera que el beneficio por acción suba un 2,6% este trimestre, un 7% menos que hace tres meses. Las previsiones para el cuarto trimestre y para el 2023 también se están revisando a la baja.

En los mercados bajistas de los últimos 35 años los analistas han tenido que recortar en Europa sus estimaciones de beneficios en un 12% en media, con lo cual aún quedarían revisiones adicionales. Por otro lado, los ciclos de recorte de beneficios antes de recesiones suelen durar 8 meses y los analistas ya viene recortando beneficios desde hace unos 4 meses. Históricamente se produce una subida de mercado 2 meses antes del fin del recorte de beneficios, con lo cual si la historia se repite el suelo de mercado estaría cerca. Los índices europeos ya están cotizando por debajo de recesiones anteriores.

Dado este descuento de expectativas económicas por el lado financiero, y los datos que se tiene de recesiones anteriores, queda a estas alturas la siguiente cuestión **¿Se ha alcanzado ya el suelo de mercado?**

Podría decirse que cuando los Bancos Centrales moderen la agresividad de subidas de tipos los mercados se tranquilizarán y se puede iniciar un repunte. ¿Cuándo va a suceder esto? La fecha se retrasa una y otra vez y quizás para fin del primer trimestre de 2023 lo veamos.

Por otro lado, aunque el **sentimiento de los inversores** es bajista, distintas encuestas de sentimiento muestran que los inversores están en un pesimismo extremo, lo que también podría ser indicativo de que el suelo de mercado está cerca.



No obstante, **no se han registrado salidas de patrimonio del mercado**, con lo cual los inversores aún están aguantando. Se dice que el mercado llegará a una capitulación cuando los inversores pequeños salgan del mercado, cosa que aún no ha sucedido.

Por lo tanto, **no se sabe cuándo va a llegar el suelo de mercado** y el estar esperándolo puede hacer que se pierdan oportunidades. De hecho, diversos estudios señalan que Una cartera de 10.000 USD invertidos en el S&P500 durante quince años, generó un valor de mercado al final del periodo de 41.100 dólares. Una cantidad que se reduce en algo más de 22.000 dólares con solo perderse los 10 mejores días del mercado (un 54% menos), lo que subraya la **importancia de estar siempre invertido**.

¿En qué se estará invertido?

En renta fija, aún quedan los impactos de las subidas efectivas de tipos oficiales y la tensión que producirá en mercado la falta de compradores con la retirada de los bancos centrales. En Estados Unidos en la deuda pública ya se están registrando rentabilidades atractivas, mientras que en la Unión Europea aún queda recorrido.

En Renta Variable, las valoraciones han sufrido unas bajadas significativas sobre todo en Europa, dejando al índice cotizando por debajo de su media histórica en términos de PER. No así en Estados Unidos, que, aunque con caídas aún están cotizando en múltiplos por encima de su media.

Se estaría en sectores que mejor se adecuan a este escenario de cambio, es decir:

- ✓ sectores que se apoyan en esta subida de precios (sector energía y recursos básicos),
- ✓ aquellas empresas que tengan poder de fijación de precios (sector lujo, sector de servicios a empresas),
- ✓ sectores que se beneficien de la subida de tipos (sector financiero),
- ✓ sectores con alta y consistente rentabilidad por dividendo
- ✓ no nos olvidemos del sector tecnológico que siempre ha de estar presente en mayor o menor medida.