

# FLASH DE MERCADO



## Por fin terminó la fiesta monetaria

Los bancos centrales, liderados por la FED estadounidense, han acelerado la normalización monetaria, con subidas de tipos y retirada de estímulos, dado que llegan tarde con su actuación ante una inflación que registra los niveles más elevados en los últimos 30-40 años según qué países. La corrección y los temores a una recesión generan atractivas oportunidades en el mercado.

### El fin de la era de tipos cero

Ya anticipábamos en nuestro Market Flash de diciembre, que este año iba a suponer un **punto de inflexión** en materia económica y está pasando: **la inflación está desbocada** rozando el doble dígito, impulsada especialmente por los precios energéticos y alimenticios (situación agravada por la guerra). Los **bancos centrales han errado doblemente**: preveían una inflación elevada pero no tanto, calificándola hace unos meses de “transitoria”, habiendo corregido, ahora apodada “persistente” y además, han aplicado tarde la retirada de estímulos monetarios, esto es, tenían que haber comenzado desde mediados de 2021, de forma progresiva cuando vieron que la economía se reabría impulsada por una intensa actividad comercial global y la ebullición de un consumo privado que había estado reprimido durante más de año y medio. El problema generado en la cadena de suministros de bienes y servicios (agravada por la política Cero Covid de China) ya dejaba entrever que venía inflación aparejada a una pujante demanda. Pero claro, no querían dañar la recuperación económica subiendo tipos de forma precipitada tras la parálisis económica derivada de la pandemia, perdiendo de vista el objetivo que tienen bajo mandato: controlar la inflación (de forma que no supere el 2%). Asimismo, tampoco querían drenar de liquidez (que favorece el crédito) el sistema financiero abandonando de forma brusca el programa de recompras de deuda pública y privada, una reducción de balance que ahora tienen que acelerar.

Normalmente, el cuerpo y la mente se acostumbran a lo bueno, aunque sea anormal o atípico, como lo ha sido **la etapa de tipos cero (y negativos)** que hemos vivido desde la Gran Crisis Financiera (GCF) desatada en 2008. Los bancos centrales actuaron de forma excepcional para sanar al sistema financiero, reforzar la solvencia de los bancos y, en definitiva, proveer de liquidez a familias y empresas. Por tanto, se imprimió e inyectó una ingente cantidad de dinero y se prestó casi gratis a la economía real, para que ésta se recuperara de la recesión. Por su parte, también los gobiernos actuaron en el ámbito de la política fiscal, redujeron el gasto, recondujeron su déficit, etc., pero cuando ya estábamos saliendo de la GCF y los bancos centrales



**Munesh Melwani, Socio Fundador y Director General de Cross Capital.**

Datos de contacto:

T. +34 922 098 062

E. [mmelwani@crosscapital.es](mailto:mmelwani@crosscapital.es)

*Los bancos centrales llegan tarde, pero harán lo que esté de su mano para controlar la inflación, aunque esto suponga provocar una recesión, si bien intentarán evitarlo.*

habían anunciado un endurecimiento progresivo de la política monetaria, surgieron presiones deflacionistas, y luego vino la pandemia y vuelta a empezar, aplicando de nuevo medidas extraordinarias y algunas, inéditas.

Durante la última década, en la que la inflación se ha mantenido en niveles mínimos y el coste del dinero ha sido tendente a nulo, las empresas, familias, individuos e incluso gobiernos, han aprovechado, como no podía ser de otra manera, para endeudarse a largo plazo para la adquisición de una vivienda, financiar planes de crecimiento, sus presupuestos públicos, etc. y no solo acudiendo a los bancos, sino a los mercados de capitales, dado que **los bancos centrales han estado engordando sus balances con la adquisición de mucha de la deuda pública y corporativa que se emitía**, tanto es así, que el balance del BCE supera los 7,7 billones de euros, que se corresponde con 77,7% del PIB de la Eurozona (mientras que en el caso de la FED supone un 36,6%), habiéndose más que triplicado en tamaño desde la GFC.

Ahora con una inflación disparada en el entorno del 9% y siendo el mandato del BCE, y del resto de bancos centrales, controlar la inflación llevándola a su nivel objetivo, **se encuentran en una auténtica encrucijada: ¿crecimiento o inflación? ¿estarían dispuestos a provocar una recesión si de esta forma estabilizan la inflación? Pensamos que sí**, y, de hecho, entre los analistas no recordamos que haya habido tanto consenso en los últimos años como ahora. Parece evidente que la caída del PIB va a venir ya y la segunda mitad del año se aventura algo complicada. Los problemas de suministro (cuellos de botella) de algunos bienes y servicios aún no se han disipado, el endurecimiento monetario (subidas de tipos y ampliación de diferenciales crediticios, derivando en una menor liquidez), el encarecimiento de las materias primas, las consecuencias negativas de la Covid-19 y además el conflicto bélico en Ucrania, que agrava la situación en Europa por su dependencia energética, sobre todo para Alemania, Italia y Austria...todo ello apunta a decrecimiento. **No solo lo descontaban los mercados financieros, sino también economistas, empresarios, familias, una recesión técnica, esperemos que corta en duración y no profunda en intensidad.**

Otro escenario bien distinto sería que la inflación se perpetúe en niveles del 5% durante 2-3 años, en cuyo caso la recesión podría ser más duradera e intensa. Esta **señalización por parte de los bancos centrales** de que harán todo lo que esté de su mano para moderar la inflación, persigue en definitiva moderar la demanda y el consumo, de forma que los agentes económicos controlen el gasto y no alimenten la espiral inflacionista, consiguiendo que el mercado se vaya regulando y los precios bajen progresivamente convergiendo hacia el 2% objetivo. Vemos improbable que esto ocurra dentro de este 2022, pero sí hacia niveles más razonables de cara a 2023.

## Reacción en los mercados y estrategia de inversión

Los mercados han hecho lo que siempre hacen, anticipar y descontar el escenario en el que ya estamos inmersos de **normalización monetaria**, si bien, como existen otros focos de incertidumbre (crisis energética, tensiones geopolíticas, etc.), han derivado en un **sentimiento inversor negativo** que ha arrastrado a los mercados con caídas notables desde el punto de vista histórico: las bolsas han promediado caídas del entorno del 30% desde máximos de 2021 y la renta fija entorno a un -15%, un primer

*La inflación se erige como el principal problema económico. Los bancos centrales tienen que hilar fino a la hora de subir tipos, retirar estímulos y reducir sus balances.*

*No pensamos que en 2022 se lleve la inflación a niveles del 2%, pero sí consideramos que las subidas de tipos tendrán su efecto sobre la demanda, de forma que en 2023 registrará niveles más llevaderos para no coartar el crecimiento económico.*

semestre de año que no se veía desde hace 50 años, al igual que los niveles de inflación alcanzados, junto con un repunte de la volatilidad. Por cierto, China es la única excepción destacable en este contexto, que ha bajado tipos y su bolsa avanza un 6% en el primer semestre. **Ahora todo el mundo es consciente de que estamos en nuevo ciclo, una nueva realidad.**

También es verdad que **veníamos de una situación anómala**, recién salidos de la pandemia. Hasta finales del año pasado, las curvas de tipos (rentabilidades monetarias y de la deuda) seguían en mínimos históricos de los últimos 30 años, con zonas en negativo, con la ayuda de los bancos centrales; los diferenciales crediticios también en mínimos, casi ni existía riesgo de insolvencia de las empresas...Las bolsas seguían alcanzando nuevos máximos, como valoraciones desorbitadas de empresas tecnológicas que no ganaban dinero, con fenómenos como las SPACS, los Meme Stocks y las compañías "Stay at home" derivadas del confinamiento. Todo esto, ya se ha regularizado, **un ajuste sano que ha llevado las valoraciones en términos de múltiplos a los valores promedio históricos de los últimos 10 años.**

La otra variable clave, quizás más importante, los **resultados empresariales**: a nivel agregado, ya hemos conocido los de 262 de las 500 compañías del índice americano con el **73% de las mismas batiendo estimaciones en un 3,7% en promedio**. En general, las grandes empresas de alimentación han sido capaces de **subir precios y repercutir costes**, y sin sufrir destrucción de demanda, tanto en Europa como EE.UU.. Las empresas de energía han presentado **grandes sorpresas positivas**. La **sensación que queda es de alivio** después de las dudas que existían en el mercado sobre cómo podrían estar soportando las compañías el complejo entorno macro al que nos enfrentamos. Pensamos que debemos de estar pendientes del siguiente trimestre igualmente, pues hay efectos aún no recogidos y conviene no precipitarnos ante el positivismo de los analistas.

**Estando ya en una recesión técnica en EE.UU.** (aunque el empleo sigue muy robusto), por paradójico que parezca, cuando las cotizaciones la descuentan, es cuando surgen las mejores oportunidades para invertir con vocación de largo plazo. **En Cross Capital tomamos decisiones y emitimos recomendaciones de inversión basándonos en los fundamentales de las empresas, tratándose de renta variable y de renta fija;** cuando se trata de **selección de fondos**, aplicamos con rigor nuestra metodología, valorando muchos aspectos, tanto cuantitativos como cualitativos relativos a las habilidades del equipo gestor, al proceso de construcción y gestión de la cartera.

La **macroeconomía** importa, es una variable externa, pero puede también distorsionar la valoración de los activos financieros, generando oportunidades. Los **factores cíclicos** tienen una gran influencia sobre cuestiones coyunturales, como los resultados corporativos de un período concreto o el sentimiento inversor, pero su relevancia para determinar el valor de un negocio a largo plazo es mucho menor, que depende de otros aspectos tales como las ventajas competitivas, su modelo de negocio, la solvencia de su balance, su capacidad para reinvertir los recursos generados y seguir creciendo, etc. **Se trata de diferenciar entre precio y valor, y procurar tener compañías en cartera cuyo valor crezca con los años más**

*Justamente cuando las correcciones son históricas y el sentimiento inversor es muy negativo, es cuando surgen las buenas oportunidades de inversión a largo plazo, especialmente en renta variable y que recomendamos aprovechar.*

*Seleccionar y reforzar posiciones en compañías de calidad a una valoración atractiva, resulta determinante en la rentabilidad de las carteras para los próximos años.*

*Siempre se trata de diferenciar entre precio y valor.*

**allá de lo que haga su cotización en el mercado, que finalmente tendrá que converger por el buen comportamiento de sus negocios.**

El pesimismo todavía es palpable en el mercado y **se pueden dar correcciones adicionales en los mercados alimentadas por malos datos de un contexto recesivo y de elevada inflación.** Como no sabemos cuánto van a durar estas condiciones, pensamos que **es bueno aprovechar oportunidades tanto en renta variable, como en algunos casos de renta fija, para construir las carteras y aportarles mayor rentabilidad potencial.** Por ello, hemos mantenido desde principios de año elevados porcentajes de liquidez en nuestra **Asignación de Activos**, justamente para ir aumentando la posición en buenos negocios/compañías de calidad a precios razonables e incluso baratos.

**La renta variable, de forma selectiva, es la clase de activos donde consideramos hay que estar, combinada con posición de cash o instrumentos monetarios, y activos alternativos que generen cierta descorrelación, en la que incluimos una exposición a hedge funds y materias primas de forma selectiva, dando mayor peso a las alimenticias vs energéticas.** El crudo estimamos que ronde los 95-100\$ durante los próximos 12 meses, si bien el oro pensamos seguirá perdiendo valor por la inflación y la fortaleza del dólar, que fluctuará en la banda 0,95-1,05 en los próximos meses siempre que no se produzca ningún evento geopolítico no esperado.

Les agradecemos la confianza depositada en Cross Capital una vez más y les deseamos un fantástico verano.

Atentamente,

Munesh Melwani  
Socio Fundador – Director General - CIO

*Combinar principalmente renta variable de calidad, con activos monetarios y alternativos, es nuestra fórmula actual de estar invertidos en este contexto económico-financiero.*

#### **Aviso Legal**

Este informe ha sido preparado por CROSS CAPITAL EAF, S.L. (en adelante Cross Capital), debidamente autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (inscrita en sus Registros Oficiales con el número 110) y se distribuye con fines meramente informativos.

Este documento no debe ser considerado como una oferta para vender o una solicitud para comprar. Tampoco debe ser considerado como una propuesta de inversión para prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión. Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este informe debe fundamentarse en información pública disponible sobre un valor concreto y tomar en consideración el contenido de los prospectos archivados y disponibles en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), en la Sociedad Rectora de la Bolsa y en la propia compañía que emite el valor. El inversor que acceda al presente informe deberá tener en cuenta que los instrumentos indicados en el mismo pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión, perfil inversor o situación financiera. Los resultados históricos indicados en el presente informe no garantizan resultados futuros.

La información contenida en el mensaje ha sido generada de fuentes genéricas presumiblemente fiables, extremando el cuidado para asegurar que la información contenida en el mismo no es incierta o engañosa en el momento de su publicación. Sin embargo, Cross Capital no puede asegurar que la información sea exacta y/o completa. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el mismo constituyen exclusivamente un juicio personal de los miembros del equipo de análisis de Cross Capital en el momento de emisión de este informe y están sujetas a cambios si se produjeran variaciones significativas en alguno de los datos facilitados que así lo hicieran necesario.

Eventualmente, Cross Capital y/o sus empleados o directivos podrían tener posiciones, o estar interesados de cualquier otra forma, en transacciones de valores que están directamente o indirectamente relacionados con el objeto de este informe. En todo caso, se prestará la necesaria observancia a las normas de actuación especificadas en el Reglamento Interno de Conducta de Cross Capital, especialmente en lo referido a la anteposición de los intereses de los clientes sobre los propios, con el fin de evitar todo conflicto de interés.

Cross Capital podría eventualmente prestar servicios a alguna de las compañías mencionadas en este informe. Cross Capital, sus empleados, directivos o cualquier otra persona relacionada con Cross Capital no asumen responsabilidad, cualquier que sea, por pérdidas que sean consecuencia del uso de este informe y de su contenido. Este informe no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor del mensaje, cualquiera que sea la finalidad que se persiga. Ninguna parte de este informe podrá distribuirse en los EE.UU. de América, excepto a los principales inversores institucionales de EE.UU. de acuerdo con las reglas establecidas en Rule 15c-6(a)(2) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.