



FLASH DE MERCADO

Regreso a la normalización monetaria

Los bancos centrales, liderados por la FED estadounidense, han acelerado la normalización monetaria, con subidas de tipos y retirada de estímulos, tras llegar tarde con su actuación ante una inflación que ha registrado 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 de 2021, que el año 2022 iba a suponer un **punto de inflexión** en materia económica y ha pasado: **la inflación se ha desbocado** rozando el doble dígito, impulsada especialmente por los precios energéticos y alimenticios, situación agravada por la guerra Ucrania-Rusia. Los **bancos centrales han errado doblemente**: preveían una inflación elevada pero no tanto, calificándola inicialmente de “transitoria”, corrigiendo meses más tarde, apodándola “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) del sistema financiero abandonando de forma brusca el programa de recompras de deuda pública y privada, una reducción de balance que ahora han tenido 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

Los bancos centrales llegaron tarde para controlar una inflación desbocada que calificaron inicialmente de “transitoria” y luego de “persistente”.

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 incluso 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 también a prestamistas privados como fondos de crédito y fintechs, y especialmente, apelando 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 ha llegado a superar 7,7 billones de euros, casi un 78% 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.

Veníamos por tanto de una situación anómala, y ahora entramos en una nueva era, **un nuevo orden financiero propiciado por la normalización monetaria**.

Situación de los mercados

Lo más destacable de 2022, es que se recordará como un año nefasto para los mercados financieros en general y es que apenas hubo refugio para el dinero, a excepción del dólar americano y las materias primas, especialmente las energéticas. Respecto a otras etapas de correcciones notables, más allá del episodio puntual provocado por la irrupción de la pandemia a principios de 2020, nos viene a la memoria el año 2008 con la GFC, pero fue la bolsa la más damnificada, con una caída próxima al 50%. En este caso, **la renta fija ha sufrido como nunca en los últimos 50 años, tras décadas de rentabilidades positivas y estabilidad de precios**, registrando caídas entre el 15% y el 25% según qué segmentos. Cabe recordar que esta clase de activo representa el 65% del mercado financiero mundial (123,5 Trillones \$, billones en castellano) vs el 35% de las acciones. Por su parte, la renta variable registró caídas que rondaron el 20-30% según qué mercados, que no resulta tan destructiva como la de 2008, sino más bien como la de 2015 (dudas sobre el crecimiento chino), o 2018 (endurecimiento de la política de la FED).

El año que termina ha sido **el de mayor destrucción de riqueza financiera** de los últimos 50 años, y es que, para un inversor conservador, como lo son la mayoría en España, para una cartera compuesta por un 25% en renta variable (tomando como referencia el MSCI World) y un 75% en renta fija (Bloomberg Global Aggregate Total Return), mientras en la GFC (3T07-1T09) esta combinación registraba una pérdida de -7,75% (la renta fija ganó un 6%), en 2022 (Ene-Oct) perdía un -17,5%.

Pero **¿por qué han caído tanto los mercados?** Pues bien, ha sido más que por los titulares de guerra, inflación y recesión, fundamentalmente porque los bancos centrales han protagonizado la subida de tipos más rápida y virulenta de la historia reciente, y además están retirando progresivamente

La normalización monetaria, con subidas de tipos y retirada de estímulos, conviviendo con la inflación, supone un nuevo orden financiero.

El año 2022 será recordado como un año nefasto para los inversores en activos financieros, pero especialmente para la renta fija, con caídas de hasta el 25%.

Dejamos atrás el ejercicio de mayor destrucción de riqueza financiera en los últimos 50 años.

la liquidez inyectada en los respectivos sistemas durante más de una década. En la renta fija es el efecto duración, esto es, la sensibilidad del precio de los bonos a las variaciones de los tipos de interés. En el caso de la renta variable, el efecto tipos ha afectado más a aquellas empresas de “crecimiento” (Growth), cuya potencialidad de negocio reside en los teóricos beneficios futuros a largo plazo, por lo que el valor presente de estos flujos será menor, al existir un coste de oportunidad mayor.

¿Qué implicaciones la normalización monetaria sobre la economía? Pues la **subida de tipos** frenará la demanda y por tanto la economía, siendo la magnitud del frenazo la que determine si **habrá recesión o no**, y en función de cómo de profunda y duradera sea, reaccionarán los mercados. En cuanto a la **inflación**, aparentemente ya ha hecho pico y puede seguir elevada en su convergencia hacia los niveles objetivo de los bancos centrales, por lo que mientras esté controlada será buena noticia. En conclusión, la **estanflación** (bajo crecimiento e inflación persistente) **es una realidad palpable**.

El foco está puesto en los **beneficios empresariales**, que, de momento, se vienen comportando mejor de lo esperado. Desde luego se producirán revisiones a la baja de estimaciones de cierre para 2023 y venideros, pero esto no necesariamente nos llevará a nuevas correcciones bursátiles, siendo una explicación plausible, que ya hayan sido descontadas por los precios del mercado. En un contexto, en el que el mercado laboral sigue fuerte y apretado, y las empresas comienzan a realizar despidos masivos para redimensionarse conforme a la demanda, que se irá moderando, **conviene estar atentos**.

Lo que sí debería preocuparnos es la **liquidez** de determinadas clases de activos (crypto, private equity, private debt) que pudieran contagiar al resto y es que, durante décadas, con el exceso de liquidez inyectada por los bancos centrales en el sistema (que ahora están retirando), se dio pie a valoraciones excesivas y apalancamiento, que podría acarrear episodios y distorsiones en los mercados.

Posicionamiento de la inversión

No todo son malas noticias, dado que ahora **se presentan distintas oportunidades de inversión**, fruto de la corrección de sobrevaloraciones en el ámbito de la renta variable propiciada por la inflación de activos propia de la etapa de tipos cero, así como en la renta fija, que ahora ofrece rentabilidades no vistas en la última década.

Consideramos que la normalización, que supone despertar de una economía anestesiada, nos vendrá mejor en el medio plazo. No obstante, lo anterior, **el panorama es complejo**: crecimiento económico a la baja, reducción de la inflación, tipos al alza, beneficios empresariales a la baja, conflicto bélico, desglobalización de las cadenas de suministro, descarbonización de las economías y reapertura de China.

Este año **2023**, será el año de la transmisión a la economía real de una subida de tipos histórica, afectando a hipotecas, al endeudamiento empresarial y público, en el que las políticas fiscales deberán ser de forma coherente con las monetarias (véase el caso de la deuda pública de Reino Unido en noviembre). En definitiva, **un año de transición**.

El efecto duración en la renta fija y también en la renta variable en cuanto a la sensibilidad de beneficios futuros, ha sido el principal detonante de la corrección de valor de estas clases de activos, ante la subida de tipos más acelerada de la historia.

La inflación parece haber tocado pico, pero haya recesión o no, hay varios factores que pueden causar distorsiones y volatilidad en los mercados.

La normalización, el despertar de una economía anestesiada, nos vendrá mejor en el medio plazo.

El **posicionamiento** para el arranque de este año sería el siguiente:

- **Monetarios:** Letras del Tesoro, pagarés corporativos, ofrecen rentabilidades interesantes.
- **Renta fija:** En **deuda pública** nos gusta el tramo corto de la curva estadounidense, así como la italiana y española. No incrementaríamos duración todavía, esperando a nuevas subidas de tipos oficiales y especialmente si finalmente se evita una recesión. También encontramos valor en algunas curvas de países emergentes. En **deuda corporativa**, preferimos Investment Grade vs High Yield, pues estimamos que debería continuar la ampliación de diferenciales y repunte del número de defaults. También encontramos valor en la deuda subordinada, tanto bancaria como corporativa.
- **Renta variable:** Nos ceñimos a nuestro manual de **empresas de calidad**, con modelos de negocio solventes y únicos. Compañías que ofrecen ventajas competitivas fuertes, equipos de gestión sólidos, elevados márgenes operativos sostenibles y plurianuales, crecimiento en ventas, reinversión en su negocio, visibilidad de flujos de caja, poca deuda, etc. La reapertura china supone una noticia positiva y puede beneficiar notablemente a las compañías con negocio en aquel país, así como a los gigantes tecnológicos locales con vocación internacional.
- **Divisa:** No adoptamos un posicionamiento inversor claro/direccional en esta clase de activo.
- **Alternativos:** Consideramos que los hedge funds (long/short, multistrategy, global macro, evento driven, credit arbitrage) seguirán aportando valor a las carteras globales. Seguimos abogando por una posición en materias primas, reduciendo un poco la exposición a energéticas, pero manteniendo la exposición a metales y agrícolas.

Tras muchos años, la renta fija gana atractivo frente a otras clases de activos, siendo siempre selectivos. También encontramos oportunidades en empresas cotizadas de calidad que han sufrido asimismo la corrección bursátil.

Una parte en Hedge Funds y Commodities también lo consideramos interesante para las carteras globales.

¡Les agradecemos la confianza depositada en Cross Capital una vez más y les deseamos un FELIZ 2023!

Atentamente,

Munesh Melwani
Socio Fundador – Director General - CIO

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.