

Riesgos y oportunidades para los mercados financieros. Informe de tendencias iCapital 2023

2022 ha sido un año complicado y de absoluta **incertidumbre para los mercados financieros** y para la economía global en general. Cuando aún no habíamos recuperado la situación económica prepandemia, en febrero la invasión de Ucrania por parte de Rusia desencadenó, no solo las consecuencias de un conflicto armado en Europa, sino un serio problema con los precios de la energía -Rusia es el principal proveedor de gas de Europa-, y por ende de los combustibles. Todo ello ha generado, durante este año una escalada de precios que ha elevado la inflación a cifras que no se veían desde hace años. En el caso concreto de España, en julio de 2022 la inflación ascendió al 10,8%, un dato que no se había producido desde 1984.

Esta situación ha provocado que las previsiones de crecimiento, a nivel global y nacional se hayan visto reducidas, llegando incluso a producirse situaciones de **estancamiento y recesión de las economías occidentales**.

La inflación ha atacado de lleno, pero especialmente a países supuestamente con economías fuertes como Alemania o EEUU. Ante

esta situación, con una inflación más persistente de lo esperado por parte de los bancos centrales, se ha producido una nueva y agresiva era en política monetaria: los bancos centrales se han visto obligados a intervenir y a subir los tipos de interés, llegando a producirse subidas de hasta 75 pbs y 100 pbs en algunos países.

Caídas y remontadas de las bolsas, y preocupación entre los inversores, especialmente aquellos que tenían sus fondos en renta fija, sobre todo en soberana, y para los que sí podemos asegurar que ha sido su "annus horribilis".

En iCapital trabajamos, apoyados por nuestro Comité de Inversiones, para tratar de identificar los **riesgos y oportunidades a las que pueden enfrentarse los mercados** para desarrollar las mejores estrategias de inversión para nuestros clientes.

Con este informe queremos compartir nuestra visión a la hora de prever cuáles serán los próximos movimientos de los mercados financieros, de cara a la primera mitad de 2023.

Principales agentes económicos. Desequilibrios

Asistimos a un proceso de pérdida de influencia de países y áreas geográficas que han mantenido su hegemonía durante más de un siglo, para dar paso a potencias emergentes como es el caso de Asia. Se está produciendo un desequilibrio de poderes en el que, claramente, Asia tiene las de ganar.

EEUU, largo camino por delante para controlar la inflación

La Reserva Federal cree que necesitará un período sostenido de política restrictiva para enfriar la inflación “inaceptablemente alta” ya que creen que mantener una postura de política restrictiva durante un período sostenido hasta que la inflación esté claramente en un camino hacia el 2 por ciento es apropiado desde una perspectiva de gestión de riesgos: **un régimen de tasas más altas por más tiempo mantendría un límite al crecimiento económico y frenaría la inflación, que sigue siendo “inaceptablemente alta”.**

Vistos los últimos datos de empleo que reflejan la fortaleza del mercado laboral americano es difícil que el enfriamiento de la economía estadounidense llegue pronto. Los datos del mercado de vivienda están aflojando pero ello no es suficiente para convencer a la FED de que debe frenar las subidas de tipos, aunque en menor magnitud, éstas van a continuar y las Bolsas y, especialmente, las empresas con mayor sesgo hacia el crecimiento, lo van a sufrir en sus cotizaciones. Tanto el control de la inflación como la recesión llegarán, pero si ésta es tenue podríamos ver en la segunda parte de 2023 un cambio de tendencia en los mercados de acciones. Los de bonos, creemos que ese giro ya lo están experimentando.



¿Y qué ocurre con la vieja Europa?

A pesar de la guerra entre Ucrania y Rusia, Europa ha aguantado mejor gracias a la puesta en marcha de una **política fiscal expansiva, la depreciación del euro y unas condiciones financieras más laxas.**

La subida progresiva de los tipos de interés también está creando problemas en la microeconomía de los ciudadanos, que ven incrementadas sus deudas, especialmente las condiciones de sus hipotecas. El Euribor ha superado el 3,328% y sigue aumentando día a día.

A pesar de que, al igual que en EEUU, el ritmo de crecimiento económico seguirá debilitándose, se

evitará un escenario extremadamente negativo como se temía provocado por los cortes de gas por parte de Rusia.

Pero no hay que olvidar el riesgo geopolítico que afronta esta región y que seguirá presente hasta que acabe la guerra entre Ucrania y Rusia, y cuyo final no se prevé a corto plazo.

Esta elevada incertidumbre y el rápido endurecimiento de las condiciones de financiación, impulsado por el banco central inducirán probablemente a las empresas a **recortar la contratación y la inversión a principios de 2023.**



El gigante chino inmerso en un cambio de modelo económico

Un proceso que, sin duda, llevará años y que busca un crecimiento más sostenible, más dependiente del consumo, más igualitario y respetuoso con el medio ambiente.

Las protestas sociales a la política Zero COVID impuestas por el gobierno han provocado el anuncio, por parte del Gobierno chino, de apertura y relajación de las restricciones por el COVID. El caso de China es especialmente complejo e incierto por la opacidad informativa gubernamental.

En cualquier caso, China debería ir saliendo del bache de crecimiento que lleva experimentando desde el comienzo de la pandemia. Los efectos “podrían llegar a notarse en la primera mitad de 2023 y, sin duda sería el **catalizador para la mejora de las cotizaciones de bonos y acciones en mercados emergentes** y el impulsor, de nuevo, de la economía global.”



Y destacamos un aspecto referente al sector inmobiliario en China, que en estos momentos está sufriendo una corrección notable y que es bienvenida por el gobierno puesto que **la caída de los precios de las viviendas facilitará el acceso a éstas a un mayor número de la población.**

Factores que inciden directamente en el funcionamiento de los mercados financieros globales

Energía

El mundo es energía, sin ella, nuestro modelo económico se derrumba, y con él el bienestar de los ciudadanos.

La pandemia del COVID-19 ha puesto de manifiesto la fragilidad de nuestro modelo económico globalizado, basado en el libre comercio, la explotación intensiva de los recursos naturales limitados y la sobre optimización del trabajo y el capital.

En la actualidad, este modelo está mostrando sus limitaciones y supone un punto de inflexión para la Humanidad: **por primera vez en su historia, la solución de uno de sus problemas requiere de la cooperación a nivel mundial.** ¿Se conseguirá? Difícil, buen ejemplo es la dispersión en la llamada “transición energética”: ante el corte del gas ruso, Alemania reabre centrales de carbón olvidando de golpe las exigencias medioambientales.

Vivimos una tormenta perfecta en el sector energético y estos son los factores que la han provocado:

- ▶ Pandemia Covid-19.
- ▶ Salida fulgurante con un salto de demanda (al menos en Occidente).
- ▶ Cuellos de botella en cadenas de abastecimiento para materias primas en general.
- ▶ Conflicto armado en Ucrania.
- ▶ Falta de previsión de las autoridades gubernamentales.
- ▶ Excesiva dependencia europea de proveedores externos, Rusia básicamente.
- ▶ Sistema de subasta para determinar el precio de la energía.
- ▶ Lentitud en la implementación de fuentes de energía alternativas (renovables) y reducción del número de centrales nucleares: mala gestión previa a la transición energética.
- ▶ Inflación desbocada en Occidente que obliga a bancos centrales a subir tipos con el riesgo de ralentizar el crecimiento económico de los países y desencadenar una recesión.

Política monetaria

En términos de política monetaria, es posible el mercado haya descontado ya todo el tightening que van a llevar a cabo la FED y el BCE. Tras las consecutivas subidas de los tipos de interés, a lo largo de este año, la FED ha optado por tener un discurso más equilibrado en el que deja claro que seguirá subiendo los tipos para controlar la inflación, quizá tratando de recuperar cierta credibilidad, tras haberse equivocado en su tesis de la transitoriedad de la inflación. Pero, al tiempo reconoce el tightening acumulado hasta la fecha, así como el hecho de que la política monetaria ha actuado con retraso sobre la economía. **A pesar de que la inflación haya marcado máximos, es posible que se mantenga en niveles medio-altos durante un tiempo.** En línea con el mensaje que se ha apresurado a transmitir la FED, los tipos oficiales pueden permanecer en niveles restrictivos durante un tiempo.

Inflación

La inflación ha empezado a ofrecer signos de moderación en EEUU, aunque manteniéndose en niveles elevados. Algunos componentes más sticky como **los salarios podrían haber hecho pico** mientras que el precio del alquiler, que se considera otro componente importante en el IPC, debería retroceder, con cierto retraso, junto con la **caída del precio de la vivienda.**



Tendencias de mercado: activos aconsejados para este entorno macro

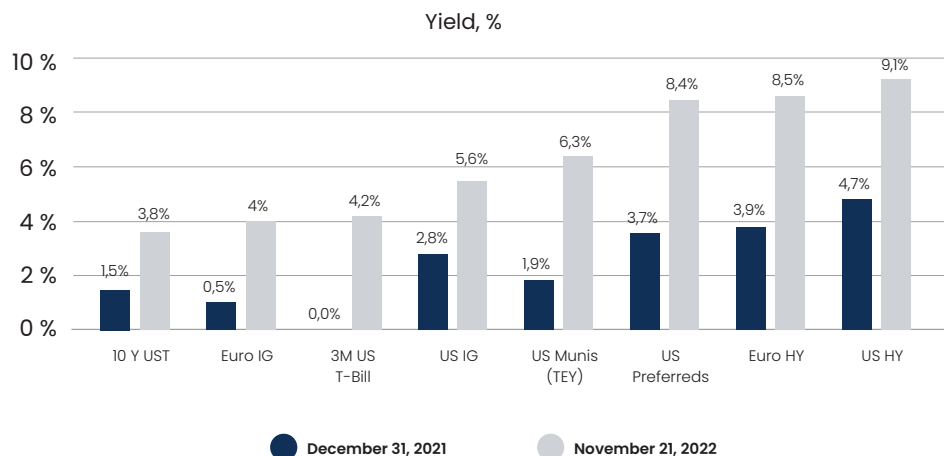
Monetario

- **Las alzas de tipos de los bancos centrales occidentales** hacen cada vez más atractivas las inversiones en depósitos y activos a corto plazo como pagarés.
- **Especialmente en dólar existe ahora un plus de rentabilidad** debido a la inversión de la curva de tipos (mayor tipo a corto que a largo).
- **En euro pueden conseguirse rentabilidades seguras y atractivas** a corto plazo en letras y pagarés de máxima calidad crediticia.
- **Por primera vez desde hace muchos años**, la inversión refugio del “cash” está bien remunerada.

Renta fija

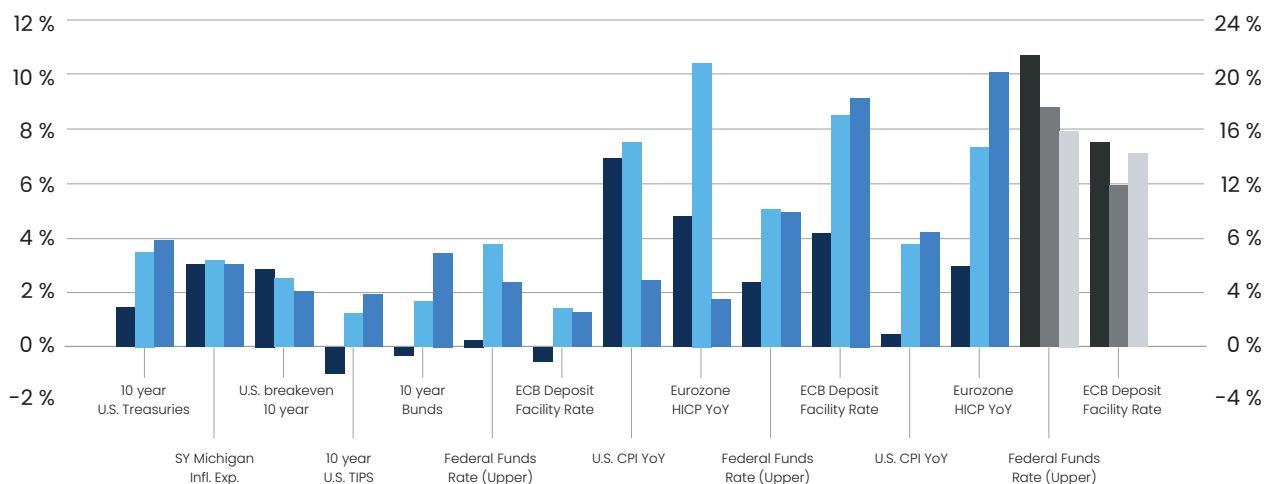
- **Un entorno de desaceleración económica** junto con, posiblemente, “peak inflation” y “peak hawkishness” por parte de los BCs, parece idóneo para la inversión en treasuries. Factores adicionales que suman al atractivo son el posicionamiento negativo de los inversores (“T-Bond sentiment stood at just 7% Bulls end September”) y la extrema caída histórica sufrida por estos.
- **Un entorno de desaceleración de la inflación podría traer de vuelta la correlación negativa** entre bonos y equity, con lo que los treasuries podrían recuperar su utilidad en las carteras como activo que las equilibra.
- **La visión sobre el crédito es igualmente constructiva.** Las valoraciones no han llegado a niveles extremos de “screaming buy” pero descuentan niveles de impagos que resulta difícil de imaginar.
- **Al mismo tiempo, el crédito (IG & HY) ofrece unas “yield” (YTW) o rentabilidades** que hace más de una década que no se veían: 4.5% y 9% respectivamente.

YIELDS ACROSS THE FIXED INCOME LANDSCAPE

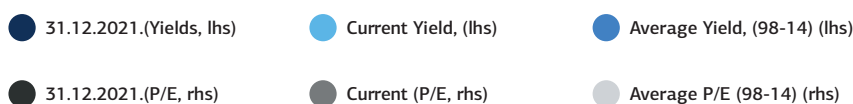


YIELDS: CURRENT VS. END-2021 AND RECENT AVERAGES*

Source: Deutsche Bank AG, Refinitiv Datastream. Data as of November 21, 2022.



Note: *Figures from 1998 to 2014 (except for EUR HY from 1999 to 2014)



Renta variable

- Las valoraciones han mejorado, pero están en “fair value”.
- La macro seguirá deteriorándose.
- El ajuste a la baja en las estimaciones de beneficios apenas ha comenzado. Creemos que siguen siendo demasiado elevadas y tendrán que revisarse a la baja conforme las empresas reconozcan el deterioro de los fundamentales.
- El posicionamiento es cauto entre inversores institucionales, pero no entre los minoristas. Y, en cualquier caso, un sentimiento negativo no es una condición suficiente por sí sola para que el mercado haga suelo.
- Los mercados se alejan del famoso TINA (“There Is No Alternative”), para apostar más por renta fija y cash, que comienzan a ser competidores atractivos para los activos de riesgo.

Divisas

- En el USD, por el contrario, la visión a medio plazo es negativa. La divisa americana está sobrevalorada y el posicionamiento de los inversores es alto en términos históricos. El factor que podría catalizar su vuelta podría ser que el mercado deje de descontar nuevas subidas de tipos.
- A corto plazo, principalmente si los activos de riesgo siguen corrigiendo, el usd podría disfrutar de una última fase de fortaleza, dada la naturaleza de baja beta o defensiva de la divisa.

Visión de activos en general



Mientras que cómo hemos comentado, en 2023 tendremos que afrontar algunos retos y desafíos, lo vemos como un año de cambio y oportunidades, sin dejar de ser prudentes. La buena noticia de las correcciones que están

viviendo los diferentes mercados es que las expectativas de rentabilidad a largo plazo han mejorado de manera sustancial. Esto significa que **el inversor de medio largo plazo va a ver que su paciencia es recompensada.**

El presente informe ha sido realizado por iCapital AF EAF, S.A. ("iCapital"), sociedad anónima válidamente constituida conforme a la legislación española, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid en el tomo 23304, Libro 0, Folio 96, Sección 8, Hoja M- 417855, y registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores bajo el número 85 en el registro de Empresas de Asesoramiento Financiero.

iCapital posee un comité de análisis propio, si bien con el fin de lograr una visión de mercados y de coyuntura económica lo más profunda posible, también ha recabado información publicada por diferentes y principales casas de análisis, quienes han autorizado la utilización de la misma, para la confección del presente documento.

El contenido del presente documento ha sido elaborado de buena fe y no supone recomendación de compra alguna. Todas las inversiones contienen riesgos y pueden perder valor. Los inversores deben considerar cuidadosamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos de cualquier inversión antes de invertir. El rendimiento pasado no es una garantía o un indicador confiable de resultados futuros.