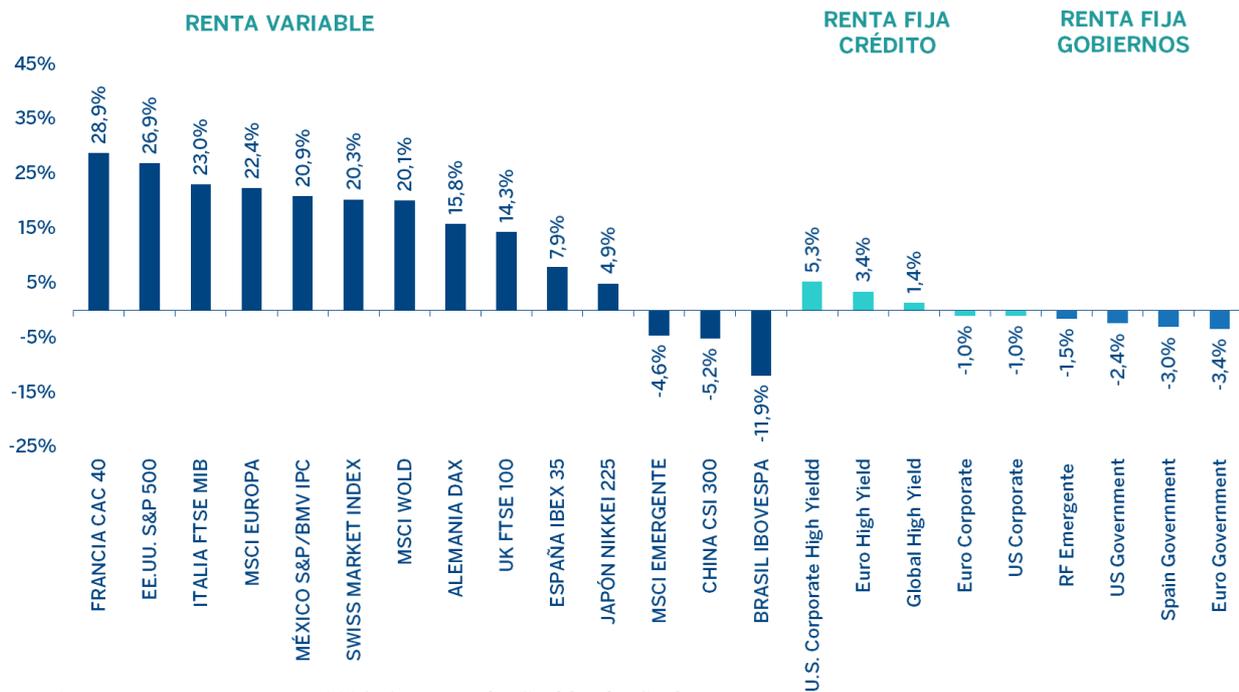


Estimado Sr. / Sra.,

El comportamiento de los mercados financieros en las últimas semanas ha agudizado las caídas que venían experimentando desde principios de año. Parece aconsejable, por ello, que repasemos con algún detalle la situación y sus causas, ofreciendo algunos elementos prospectivos y presentando también algunas de las actuaciones que hemos acometido para adaptar nuestras carteras a las nuevas circunstancias.



Las barras respresentan rentabilidades entre 31-dic-20 y 31-dic-21

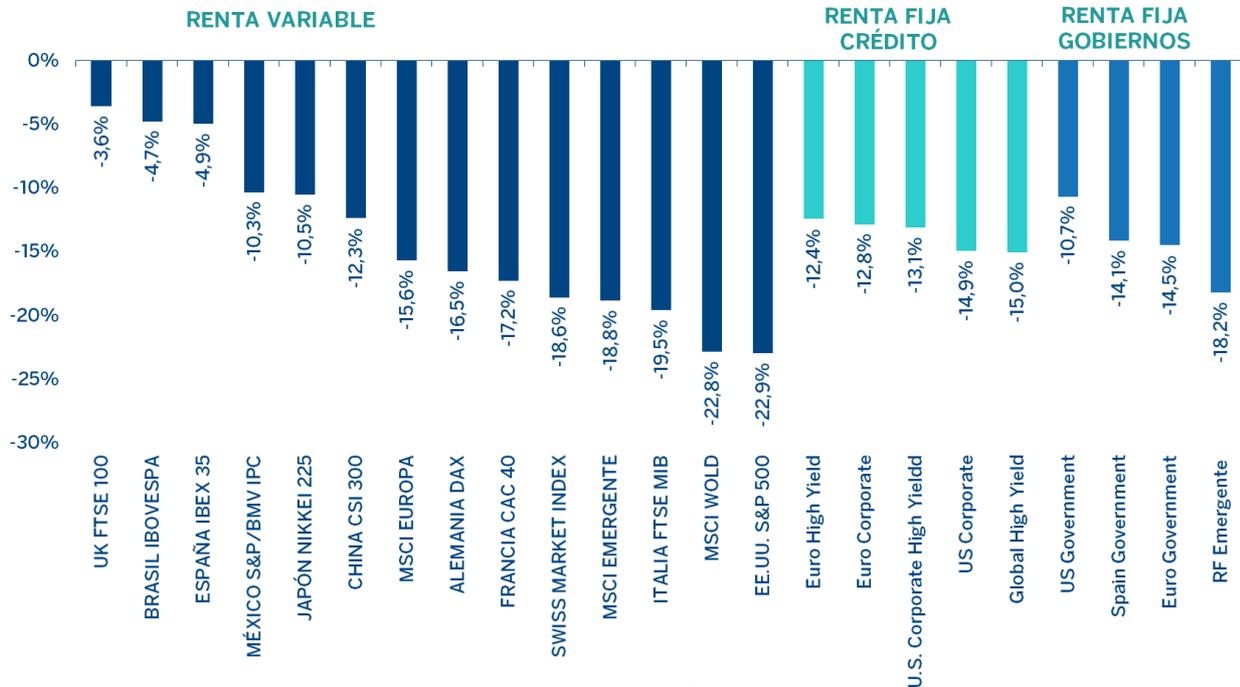
Fuente: BBVA AM a partir de Bloomberg

Como puede apreciarse en el gráfico anterior, 2021 se caracterizó por una evolución muy positiva de los activos de riesgo (especialmente renta variable y materias primas). Los mercados de bonos, sin embargo, presentaron rentabilidades negativas, incorporando algunos de los riesgos a los que nos íbamos a enfrentar en un futuro cercano.

En los últimos meses, en efecto, se ha deteriorado el entorno macroeconómico mundial, con presiones inflacionistas al alza y creciente incertidumbre sobre el crecimiento económico futuro. La inflación sigue sin dar señales de moderación, lo que está obligando a los Bancos Centrales a ser más agresivos en su endurecimiento monetario, poniendo todo ello en peligro la continuación del actual ciclo económico expansivo.

Aunque las causas de la inflación son múltiples, la salida de la pandemia en Occidente ha actuado como catalizador. Nos encontramos ante lo que técnicamente se conoce como “shock de oferta”, un período en el que la demanda de bienes y servicios se recupera más rápido que la oferta, resultando en subidas de precios. Además, los estímulos fiscales derivados de la pandemia, algunos en forma de ayudas directas a las familias, también ha contribuido a la inflación. La energía, en particular, ha vivido una tormenta perfecta, con recuperación de la demanda en un contexto de inventarios bajos, agravada por las consecuencias de la invasión de Ucrania, que también ha afectado de manera severa a los precios de los alimentos en muchas regiones. Por último, se observan cuellos de botella en las grandes cadenas de suministro globales debidos a la subida del coste de los fletes y la falta de componentes como semiconductores.

Ante esta situación, los Bancos Centrales han endurecido sus políticas monetarias, en algunos casos de forma muy agresiva y rápida. El objetivo es devolver las tasas de inflación a niveles alineados con sus objetivos (en torno al 2 %), idealmente en paralelo a un aterrizaje suave de la actividad económica. Sin embargo, la brusca transición desde un período de políticas monetarias y fiscales muy laxas a otro caracterizado por subidas de tipos y reversión de la expansión monetaria reduce la visibilidad sobre la evolución de economías y mercados, incrementado la incertidumbre para los inversores.



Las barras representan rentabilidades entre 31-dic-21 y 20-jun-22

Fuente: BBVA AM a partir de Bloomberg

En ese proceso, los activos financieros atraviesan un entorno complicado, como puede apreciarse en el gráfico anterior. Hemos experimentado un notable incremento de la volatilidad y un mal comportamiento tanto de los activos de renta variable como, muy especialmente, de los de renta fija, cuyas valoraciones han experimentado severas correcciones en este entorno de fuertes subidas de los tipos de interés.

La perspectiva sobre el crecimiento es singularmente compleja. Si bien la actividad económica es impulsada por la salida de la pandemia y la normalización de la actividad social, la pérdida de poder adquisitivo de las familias empieza a generar un importante viento de cara para su avance. La situación en Ucrania y los riesgos aún latentes por el Covid-19, especialmente en China, constituyen elementos adicionales de incertidumbre.

Pensamos, en todo caso, que es posible que se evite formalmente que las principales economías entren en recesión, pero, por el momento, el foco continuará en las revisiones a la baja del crecimiento esperado, lo que ya reflejamos en nuestras nuevas previsiones (BBVA AM PIB 2022e EE.UU. 2,4% y EuroZona 2,4%; y para 2023e 1,9% y 1% respectivamente). Para observar el deterioro de las expectativas, basta comparar estas previsiones con las que teníamos al empezar el año (PIB 2022e EE.UU. 3,8 % y EuroZona 4,1%; y para 2023e 2,5 % y 2,5 % respectivamente).

Si nos centramos en los mercados financieros, consideramos que su estabilización precisa que alcancemos un máximo en las lecturas de inflación que permita que, en paralelo, las expectativas de subidas de tipos empiecen a relajarse. Respecto al pico de la inflación, nuestras previsiones lo han ido retrasando y apuntan ahora a finales de verano, pero con la cautela debida porque la situación es compleja y, además, muy dependiente de los precios de la energía. La función de reacción de los bancos centrales, por otro lado, es complicada de prever, en un contexto en el que está en juego su propia credibilidad. Cabría esperar que una estabilización de los niveles de inflación, unida a la evidencia creciente de ralentización económica, permitiera que las expectativas de subidas de tipos pudieran estar cerca de sus máximos.

Si bien el entorno actual presenta, como hemos visto, varios motivos para la preocupación, la fuerte corrección de los activos financieros ofrece también oportunidades a los inversores, especialmente aquellos que puedan beneficiarse de unas valoraciones más atractivas en horizontes de largo plazo.

En ese sentido, y dentro de nuestro proceso de inversión, realizamos cada seis meses un ejercicio estratégico de Asignación de Activos, analizando el atractivo de los diferentes activos en términos de rentabilidad ajustada por riesgo con un horizonte de cinco años. La principal conclusión del ejercicio que hemos completado recientemente es que se observa un desplazamiento al alza de las rentabilidades esperadas para los activos tradicionales como consecuencia de la fuerte corrección experimentada en los últimos meses.

De este modo, buena parte de los activos ofrece ahora rentabilidades esperadas superiores al 5%. Los bonos de gobierno de mercados desarrollados y la liquidez se mantienen en la parte baja de la tabla, pero con rentabilidades ahora ya positivas. Por su parte, la rentabilidad esperada de la renta variable sube también entre un 1% y un 2% anual y los activos con riesgo crediticio aparecen ahora especialmente

atractivos, incorporando el movimiento al alza de los tipos de interés y la ampliación de diferenciales. Con todo ello, y como nota positiva, el potencial de las carteras para los próximos años es significativamente mayor ahora que el que se vislumbraba a finales de 2021.

Cabe subrayar, igualmente, la importancia de disponer de la amplitud de opciones de inversión que se han ido incorporando a las carteras en los últimos tiempos en BBVA AM, y que están contribuyendo positivamente a la rentabilidad en este entorno tan exigente. Ya sea diversificando en múltiples áreas geográficas, cosechando primas de riesgo menos tradicionales, invirtiendo en mejorar las capacidades de generar un exceso de rentabilidad a través de la asignación táctica de activos o poniendo el foco en invertir de la forma más eficiente posible en términos de costes.

Por último, nos gustaría destacar que, a pesar de que las rentabilidades negativas de las carteras en términos absolutos han alcanzado niveles abultados y que pueden resultar preocupantes, la gestión realizada en BBVA AM ha permitido mitigar las pérdidas de forma significativa, arrojando buenos resultados tanto frente a los índices de referencia como frente a nuestros comparables. Nuestro proceso inversor, robusto, homogéneo y disciplinado, incorpora una gestión global e integral del riesgo y apuesta por la gestión activa en sus tres niveles de decisión (estratégico, táctico y selección de activos).



Muestra de ello y del dinamismo en la gestión, es la evolución de nuestro posicionamiento, que fue cambiando a lo largo del año pasado y se ha adaptado en 2022 a las nuevas circunstancias del mercado. Desde la posición muy favorable a activos de riesgo con la que arrancamos en el año 2021, pasamos en septiembre del pasado año a un posicionamiento más neutro, adoptando en febrero de 2022 una clara infra ponderación. Hoy, las carteras siguen presentando un posicionamiento defensivo y están bien preparadas para este entorno complicado. Estamos también seleccionando vehículos adecuados a este entorno de poca visibilidad y alta incertidumbre.

Estamos convencidos, finalmente, que la eventual mejoría de las condiciones económicas, unida a las rentabilidades más atractivas que presentan ahora muchos de los activos en nuestro universo de inversión, ofrecerá oportunidades futuras que confiamos identificar con los distintos elementos que integran nuestro proceso inversor, de manera que nuestras carteras puedan beneficiarse de la recuperación en los mercados cuando esta se produzca.