

“La noche es más oscura justo antes del amanecer”

Equipo Asset Allocation

Noviembre 2022



Mejor Estrategia de Sostenibilidad Global
Capital Finance International (CFI) 2022



Firmante de los Principios de Inversión
Responsable de las Naciones Unidas

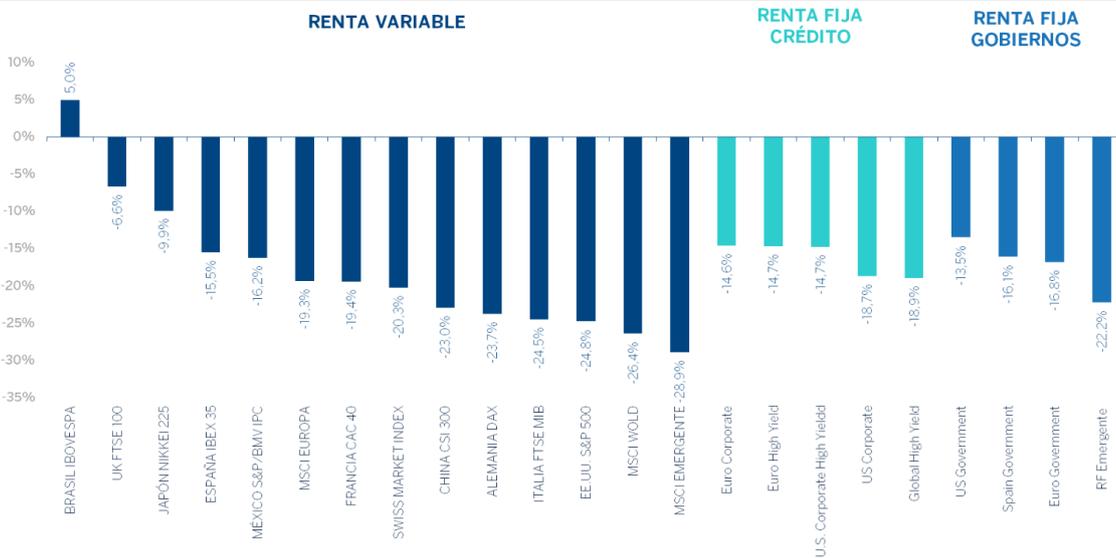


Firmante
The Net Zero Asset Managers

“La noche es más oscura justo antes del amanecer” decía Harvey Dent en 2008

El comportamiento de los mercados financieros en 2022 ha sido especialmente negativo, siendo el peor año en términos de rentabilidad absoluta de los últimos 90 años para carteras mixtas. Una tendencia negativa sostenida a lo largo del año, con momentos de complacencia y posterior brusco despertar de los inversores a la cruda realidad. Sin embargo, pasado este tiempo, con los mercados e inversores siendo conscientes de la situación presente y futura, se atisban luces al final del túnel.

Figura 1.



Fuente: BBVA AM a partir de datos de Bloomberg

Las barras representan rentabilidades entre 31-dic-2021 y 30-sep-2022

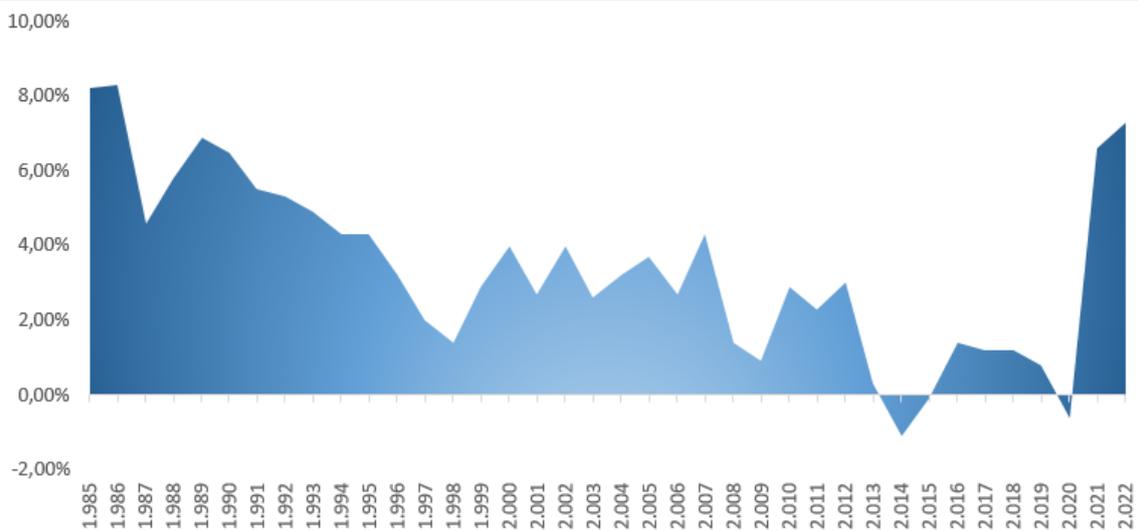
La evolución de los activos financieros en 2022 es resultado en buena medida de una inflación que no ha dejado de subir en los últimos dos años, y del cambio de posicionamiento de los Bancos Centrales, que han pasado a unas políticas más restrictivas con el objetivo de contener esa inflación. Una inflación cuyo origen lo encontramos en el covid-19 y el confinamiento impuesto.

Con vistas a paliar el efecto destructivo de ese confinamiento, los estados, ejecutaron una serie de medidas expansivas de política fiscal y monetaria, con fuertes bajadas de tipos por parte de los Bancos Centrales y mayor gasto público.

En 2021 esas medidas tienen un impacto positivo en la economía a nivel mundial con un crecimiento del PIB del 6%. El lado negativo fue que se generó una fuerte demanda que no podía ser satisfecha por una oferta que aún arrastraba ciertas fricciones del confinamiento, como por ejemplo cuellos de botella en la economía productiva o aumento de precio de las materias primas. El resultado no podía ser otro que mayor inflación.

En un primer momento, los Bancos Centrales de los países desarrollados y los gobiernos repetían que la subida de la inflación era transitoria. Sin embargo, a partir de verano de 2021 se aceleró la subida de precios en todo el mundo, y fue a finales de año y principios de 2022 cuando los Bancos Centrales cambiaron claramente el discurso y se eliminó el término “transitorio”. Y ese ha sido el principal factor económico en 2022: una inflación que ha llegado a cifras no vistas en décadas en muchos países.

Figura 2. IPC YoY España



Fuente: Banco de España / BBVA AM

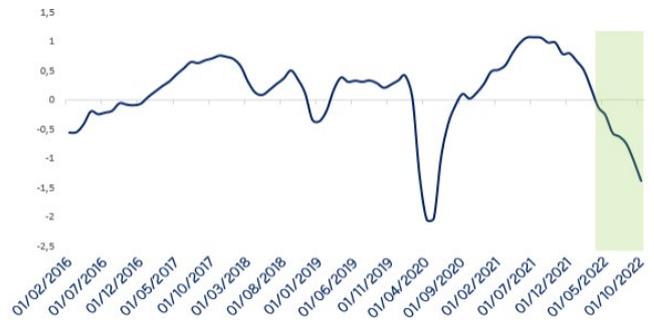
Hay que señalar además un efecto adicional que provoca que la inflación se haya demostrado más persistente de lo esperado, especialmente en Europa: la guerra en Ucrania, ya que amplifica los problemas ya existentes y genera unos nuevos: aumento del precio del petróleo, gas natural, cereales, etc.

Llegados a este punto, los Bancos Centrales de los países desarrollados no podían hacer otra cosa que iniciar una política monetaria restrictiva: subir los tipos de interés y retirar la liquidez que habían inyectado en el sistema para “normalizar” las políticas monetarias.

Como resultado de un entorno con mayores restricciones financieras, una mayor incertidumbre y un riesgo elevado, los activos financieros han sufrido correcciones severas este 2022, con caídas de doble dígito tanto en renta variable como en renta fija, siendo este año como decíamos, uno de los peores para carteras mixtas.

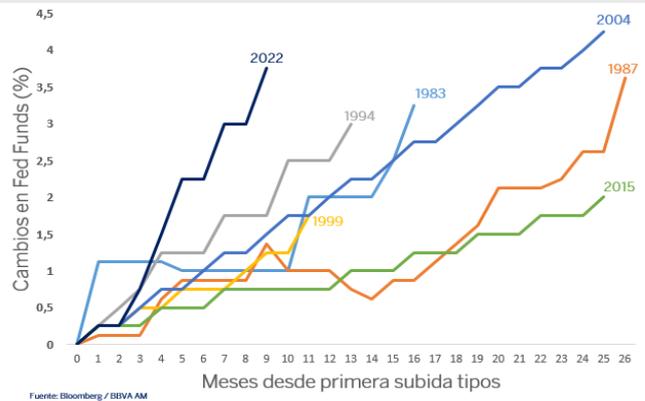
Dentro de la elevada incertidumbre actual, el mercado se debate ahora en identificar hasta qué punto los Bancos Centrales seguirán tensionando la política monetaria y el efecto negativo que todo esto tendrá en la economía, alternando momentos de optimismo o pesimismo que se ven reflejados en las cotizaciones de los activos financieros

Figura 3. Índice condiciones financieras



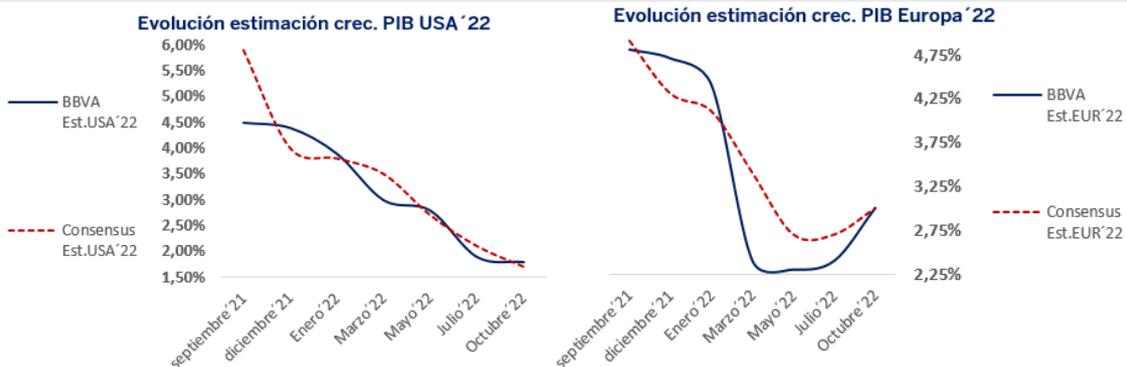
Fuente: Bloomberg / BBVA AM

Figura 4. Subida de tipos



Fuente: Bloomberg / BBVA AM

Figura 5 y 6. Evolución estimación crecimiento PIB



Sin embargo, si bien el entorno actual presenta varios motivos para la preocupación, la fuerte corrección de los activos financieros ofrece también oportunidades a los inversores, especialmente aquellos que tienen la capacidad de beneficiarse de unas valoraciones más atractivas en horizontes de largo plazo.

En nuestro escenario central la inflación empezará a desacelerarse con mayor claridad en la parte final del año y a lo largo de 2023 (es posible que en Estados Unidos hayamos visto el pico de inflación general en junio). Varios argumentos apoyan nuestra idea:

- Bajada del petróleo y otras materias primas
- Menor inflación en bienes
- Caída de costes de transporte y fletes
- Menores tensiones en cadenas de suministros globales
- Efectos base favorables a partir de octubre
- Debilidad económica (como, por ejemplo, en el mercado inmobiliario americano)

A este escenario central con inflaciones a la baja añadimos un crecimiento débil, si bien el escenario alternativo de recesión severa ha ganado probabilidades en los últimos meses (la elevada incertidumbre nos hace ser prudentes en este punto). En definitiva, creemos que es necesario, en este entorno de gran volatilidad, seguir extremando la cautela y mantener una posición infraponderada en activos de riesgo, aun considerando que si se confirma el escenario de suave desaceleración lo peor de la corrección pudiera estar atrás, a medida que el realismo se instala entre los agentes económicos.

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 media 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 (recordemos que subidas de tipos implican bajada de precio de los activos de renta fija). 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.

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).

En el siguiente gráfico mostramos cómo ha ido cambiando el posicionamiento de las carteras a lo largo del año, desde una posición de infraponderación en activos de riesgos, cuando se sitúa el marcador a la izquierda, hasta un posicionamiento más constructivo cuando se sitúa a la derecha. Es un proceso dinámico, que incorpora la visión estratégica o de largo plazo, así como el posicionamiento más táctico o de corto plazo con el que pretendemos capturar las oportunidades en horizontes más cercanos.



Hoy, las carteras siguen presentando un posicionamiento defensivo y están bien preparadas para este escenario tan complicado. Estamos también seleccionando vehículos adecuados a este entorno de poca visibilidad y alta incertidumbre.

Estamos convencidos, finalmente, que 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 ésta se produzca.