

2022

La cara y la cruz

ENERO DE 2023
TREA AM

2022: La cara y la cruz

Una vez acabado el año, todas las gestoras compartimos nuestras perspectivas de cara al próximo. Sin embargo, antes de mirar hacia delante, es importante analizar lo ocurrido este 2022, reflexionar y extraer todas las lecciones posibles de un año tan convulso como el vivido. Si preguntamos a la mayor parte de consumidores, 2022 será recordado como un año caracterizado por una subida generalizada de los precios, los alimentos, los recursos energéticos. Y es que todavía no queda tan lejos la pandemia de coronavirus, la cual provocó cierres, y como consecuencia dificultades por el lado de la oferta que acabaron traducándose en una subida generalizada de los precios. A esto tenemos que añadirle un comienzo de año marcado por la guerra en Ucrania que agravó los problemas de inflación, y algo que parecía ser temporal terminó, convirtiéndose en un rompecabezas estructural.

Ante estos elevados niveles de inflación, los bancos centrales tuvieron que ponerse manos a la obra, endureciendo sus políticas monetarias y subiendo tipos de interés. Recordemos que llevábamos más de 8 años en Europa con tipos de interés en terreno negativo y que nadie previó que las medidas implantadas al salir de la pandemia estarían creando las bases para unos niveles de inflación tan elevados.

Gráfico 1. Inflación de Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg (31/12/2022)

Por otro lado, si preguntamos a la mayor parte de inversores probablemente recuerden 2022 como un año de volatilidad para los mercados financieros, especialmente para la renta fija, la cual registró la mayor caída histórica de los últimos 40 años. La cara y la cruz de la moneda, y es que, por primera vez en las últimas décadas, la renta fija vuelve a ofrecer oportunidades atractivas.

Para los mercados de renta variable 2022 tampoco fue un año bueno. Los principales mercados cerraron el año en negativo, destacando la caída alcanzada por la renta variable de pequeñas compañías y de estilo growth. No obstante, en el último trimestre del año tanto la renta fija como la renta variable, consiguió recuperar parte de las importantes pérdidas que sufrieron durante los primeros nueve meses del año.

Tabla 1. Rentabilidades de los principales tipos de activo

Índice	Tipo de Activo	Rentabilidad 2022
MSCI WORLD	Renta Variable Global	-19%
S&P 500 INDEX	Renta Variable Estados Unidos	-19%
STXE 600 (EUR) Pr	Renta Variable Europa	-13%
IBEX 35 INDEX	Renta Variable España	-6%
BBG Emg Mkt L/M PR	Renta Variable Países Emergentes	-23%
BBG Global Aggregate	Renta Fija Global	-16%
BBG Treasuries	Deuda pública	-17%
BBG Credit	Deuda corporativa	-17%
EM USD Aggregate	Renta Fija Países Emergentes	-15%
U.S. Treasury	Deuda Pública Estados Unidos	-12%

Fuente: Bloomberg (31/12/2022)

2022: Renta fija con rentabilidades negativas

El aumento de la inflación obligó a los bancos centrales a endurecer sus políticas monetarias y a subir los tipos de interés. En EE.UU. la Fed llevó a cabo las subidas de tipos de interés más agresivas de las últimas cuatro décadas, hasta situarlos en niveles del 4,5% el pasado mes de diciembre; los más altos desde la primera mitad de enero de 2008. En Europa, la guerra en Ucrania y los problemas de suministro de gas agravaron la situación económica obligando al BCE a actuar, implementando también las mayores subidas de tipos de interés de la historia en la Zona Euro. Esto afectó negativamente a la renta fija tanto la referente a crédito como a la gubernamental, esta última con los plazos cortos pagando lo mismo que los más largos, pero con una volatilidad mucho más reducida.

La subida de rentabilidad en los bonos de gobierno y en los bonos investment grade fue por primera vez en diez años una alternativa a los activos de riesgo. Las rentabilidades eran ya en los últimos meses del año, suficientes para absorber el efecto de más subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales sin provocar pérdidas.

Por el lado de la deuda corporativa, los diferenciales de crédito se ampliaron durante el año, debido en gran medida a las subidas de tipos de interés llevadas a cabo por los bancos centrales y las mayores exigencias a las compañías. Los principales índices de deuda corporativa obtuvieron rentabilidades negativas durante el año, muy similares a las registradas por la deuda pública.

Gráfico 2. Deuda pública de Estados Unidos a 2 y 10 años

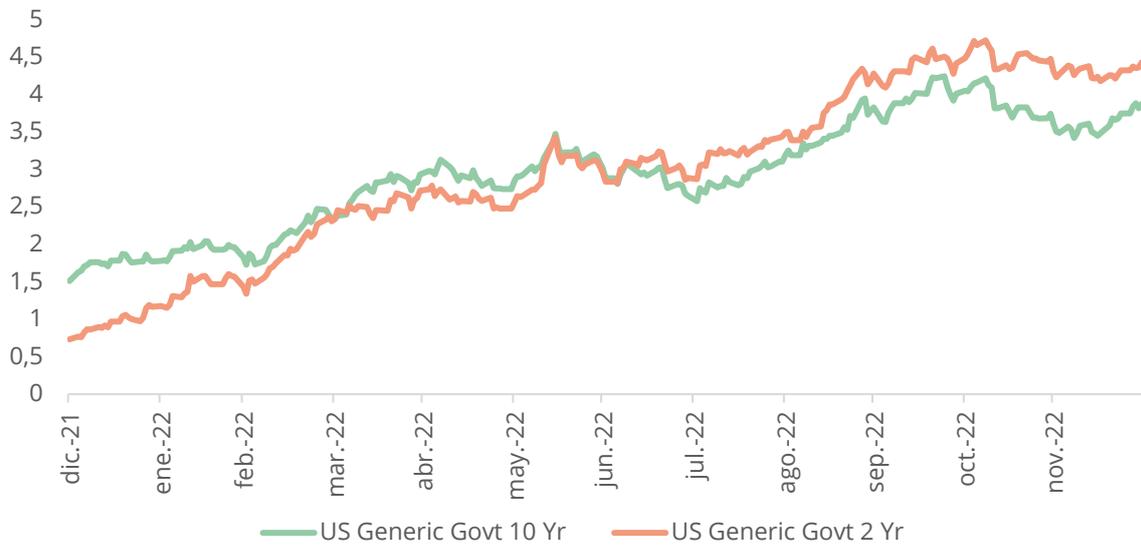


Gráfico 3. Diferenciales de crédito



Fuente: Bloomberg (31/12/2022)

En este escenario es muy importante la gestión activa y flexible de los fondos de renta fija. Así como contar con un equipo de profesionales experimentados capaz de realizar un análisis exhaustivo de las compañías y de detectar las mejores oportunidades de inversión en momentos de volatilidad como los que actualmente atraviesan los mercados financieros.

2022: Un año de beneficios sólidos y caídas de las cotizaciones

Al igual que ha sucedido en los mercados de renta fija donde hemos visto uno de los peores años en cuanto a rentabilidades de las últimas décadas, en los mercados de renta variable el año 2022 tampoco ha pasado desapercibido, cerrando la mayor parte de índices con caídas de doble dígito. Estas bajadas se han debido principalmente al endurecimiento de las políticas monetarias llevadas a cabo por los bancos centrales. Sin embargo, los beneficios empresariales se han mantenido durante el año en niveles sólidos (Gráfico 5). En este punto, es importante tener en cuenta que veníamos de una época de pandemia donde el nivel de ahorro de los consumidores se situaba en niveles elevados, lo que permitió mantener la demanda relativamente fuerte durante la primera mitad de 2022 en EE.UU. y durante los primeros 9 meses en Europa. Por el lado de las ventas al por menor, se han mantenido estancadas en términos reales desde 2021. En el segundo semestre del año, en EE.UU. se registró el mayor aumento de deuda en tarjetas de crédito durante el mes de septiembre, reflejándose el efecto de la inflación en el consumo.

No obstante, a pesar de que ha sido un año donde casi todos los sectores han obtenido rentabilidades negativas, la diferencia entre ellos a lo largo de 2022 ha sido relevante. Entre los más penalizados se situaron el sector tecnológico, el de consumo discrecional y el de real estate, siendo el sector energético el único en positivo y el que ha marcado este año una clara diferencia en las carteras. También entre los distintos estilos de gestión, como la inversión en valor o la inversión en compañías de crecimiento.

Gráfico 4. Rentabilidad de las compañías *value* y *growth* de Estados Unidos.

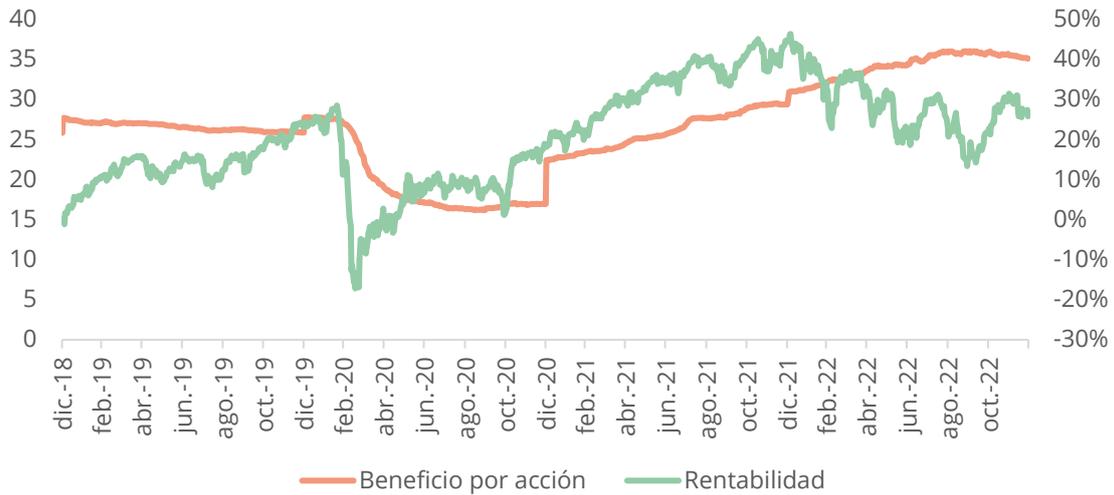


Fuente: Bloomberg (31/12/2022)

Como vemos en el gráfico anterior, haber hecho una apuesta por un tipo de compañías o un estilo de inversión en determinados momentos del año podría haber salido mal en términos relativos. Sin embargo, si nos olvidamos del ruido de mercado y de titulares de prensa sobre estilos de inversión y nos centramos en estudiar y analizar las compañías, podemos ver que en el largo plazo las cotizaciones de éstas van ligadas a los beneficios. Este año, y como vemos en el gráfico 4, las carteras con un mayor peso a compañías o activos de

valor, se han visto beneficiadas. No obstante, nuestros gestores se centran en el estudio y análisis riguroso de las compañías y esto permite aprovecharse de la irracionalidad de los mercados financieros en momentos de volatilidad, donde los precios de las cotizaciones divergen de los beneficios de las compañías.

Gráfico 5. Beneficio por acción y rentabilidad del índice S&P 500.



Fuente: Bloomberg (31/12/2022)

¿Cómo han vivido el año nuestros gestores?



Ascensión Gómez: “El año 2022 ha sido uno de esos años que sólo ocurren una vez en la vida, dónde los mercados de renta fija registraron una rentabilidad muy negativa debido a la confluencia de varios factores, que es casi imposible que vuelvan a repetirse. El aumento de la inflación provocada por la explosión de demanda después del Covid, unido a la falta de suministro de ciertas materias primas y agravado por la guerra entre Rusia-Ucrania, ha llevado a un cambio de 180º en las políticas monetarias de los Bancos Centrales, dando lugar a subidas de tipos de interés y movimientos en las curvas hacia arriba de entre 200 y 300 puntos básicos. De la misma manera, los diferenciales de crédito también se ampliaron contribuyendo al mal comportamiento del mercado. Estas circunstancias han provocado que a día de hoy la renta fija ofrezca unas rentabilidades muy interesantes como no habíamos visto en los últimos 10 años.”



Pedro Pérez: “2022 fue un año para olvidar en la Renta Fija Global, con prácticamente todos los segmentos del mercado perdiendo más de dos dígitos. La agresiva actuación de la reserva federal, con subidas de tipos de magnitud no vistas desde principios de los años 80, ha causado un daño técnico al mercado, en condiciones de extremada volatilidad tanto de tipos como de diferenciales. Además, la guerra de Ucrania provocó un estrés añadido a los mercados, sobre todo a través de su impacto en las materias primas. El fondo tuvo un desempeño aceptable, dando rendimientos parecidos a los grandes agregados de EM, un poco mejor que la media global del segmento. Pero, no podemos sentirnos satisfechos cerrando el año con rendimientos tan negativos, especialmente después de los grandes resultados de los dos años anteriores. Nuestra posición sobre ponderada en Ucrania antes del conflicto, cuyo inicio no supimos anticipar, resultó en pérdidas equivalentes a un tercio del total. Hubiera sido un año relativamente bueno si no hubiera sido por esa sobre exposición original. Para el 2023 esperamos una estabilidad de tipos y de curva superior. Aunque todavía esperamos ver volatilidad, particularmente en el primer trimestre, hasta que se consolide el esperado pivote de la Fed, pero con los TIRs nominales tan altos aguardamos rendimientos medios más que decentes para EM en 2023”.



Federico Battaner: “El 2022, se ha caracterizado por ser un año extremadamente volátil. Nuestra inversión inicial en compañías de gran calidad no ha obtenido el resultado que esperábamos durante el año. Continuamos pensando que el índice Ibex-35 ofrece potenciales de revalorización a doble dígito apoyado por unos BPAs resistentes y riesgos a la baja. La realidad es que las compañías del Ibex están demostrando BPAs más resistentes de lo que cabría esperar, en gran parte ayudado por la Banca que supone en torno al 30% de la capitalización. Entramos en un nuevo ciclo económico global expansivo que probablemente será más cómodo y fiable que el anterior a pesar de la convivencia con la guerra en Ucrania. En España el crecimiento se ralentiza dentro de un entorno de inflación persistente; hemos asistido a una actividad económica con clara tendencia a debilitarse en los últimos trimestres. Para el nuevo año esperamos que la contribución al crecimiento se modere en prácticamente todos sus componentes. Por parte de la inversión, podemos asistir a retrasos en la toma de decisiones empresariales ante el incremento en los costes de financiación y de un contexto incierto. En cuanto al consumo privado, se encuentra afectado por una inflación subyacente y por el riesgo de un aumento del ahorro debido a la precaución mostrada por los inversores. Respecto al sector exterior, se recuperó gran parte del turismo en 2022, ante el menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales. El turismo internacional se recuperó en 2022, pero no esperamos que supere niveles previos hasta 2024. Además, los fondos europeos mantienen un ritmo de ejecución más lento del inicialmente esperado.”



Xavi Brun: “Año en el que las cotizaciones han ido por un lado y el negocio por otro. Esto ha hecho que, a nivel rentabilidad, el fondo se sitúe por detrás de los índices. Viendo la fuerte subida del precio del petróleo (a 31 diciembre estaba en 75 y hoy en 79) y materias primas, disipábamos un incremento de la inflación, con lo que se invirtió en empresas que pudieran trasladarla a sus clientes. Esto resultó en un sesgo hacia empresas de mayor calidad (compounders y estables) que, debido a la fuerte rotación, fueron fuertemente castigadas. Si observamos los negocios, vemos que los beneficios han subido en promedio más de un 30% vs un 20% del índice, en este 2022. Que se espera que aumenten un 42% vs 23% del índice, en los próximos 3 años. Con un ROE promedio del 18%, una deuda/ebitda de 1.1x y con un PER de 13x. Ante esta cartera confiamos que obtengan buenas rentabilidades en los próximos años “.

Posicionamiento de cara a 2023

Ante el escenario macroeconómico que se presenta para los próximos seis meses, preferimos seguir siendo cautos en la asignación de activos, conscientes de que podríamos estar perdiendo una oportunidad, sin embargo, teniendo en cuenta que los plazos cortos aportan rentabilidad, el coste de oportunidad es asumible.

En renta fija, tras el peor año de la historia, preferimos asumir riesgo por crédito que por duración. Pensamos que las compañías van a pasar a defender el balance frente a la cuenta de resultados, bonistas frente a accionistas. Esto es un cambio respecto a los últimos años y los bonos corporativos de compañías con buen rating nos parecen preferibles a los bonos de gobiernos con deudas elevadas. El riesgo de inflación es más persistente de lo esperado y las reducciones de balance de los bancos centrales son los principales riesgos para aumentar duración en las carteras.

En renta variable la preferencia por compañías que puedan incrementar dividendos y que no necesiten crecimientos de beneficios importantes para justificar las valoraciones (value) serían el foco. El riesgo del entorno no compensa todavía el neutralizarse en los activos de más riesgo (con tipos sin riesgo subiendo y primas de riesgo al alza). Nos encontramos así infraponderados en renta variable, pensamos que los efectos de la inflación todavía no se han trasladado a la economía real y a los beneficios empresariales por lo que todavía hay margen de caída.

En cuanto al dólar hemos vuelto a aumentar exposición. Los tipos reales en EE.UU. van a subir más rápido que en la Eurozona y ante un repunte en la prima de riesgo global (inflación o crecimiento) actúa como activo refugio.

Cuidaremos de sus inversiones como si fueran las nuestras, porque en realidad, nuestros ahorros están con los suyos.

Un cordial saludo por parte de todo el equipo de Trea AM



3

La información contenida en esta presentación es confidencial, está dirigida exclusivamente a inversores cualificados, no pudiendo su receptor, bajo ninguna circunstancia, mostrar esta presentación, ya sea toda o en parte, a terceros, copiarla, transmitirla o, de cualquier modo, ponerla a disposición de personas no autorizadas por el emisor de la misma. Recomendamos que los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por terceros, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

Esta presentación tiene carácter confidencial para su receptor y no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores,