



Capitulación avanzada saliendo de la represión financiera

Estrategia de Inversión 4T22
Publicado el 10/10/2022

Índice

1. Situación macro

Llega el invierno, no la glaciación

2. Política monetaria:

Su endurecimiento (fin de la represión financiera) ha sido la causa de las caídas

3. Inflación.

La raíz del problema. Síntomas de pico

4. Capitulación muy avanzada

Mercado haciendo suelo sin visibilidad de c/p

5. Asset Allocation. Carteras otra vez con potencial

5.1. Renta Fija

5.2. Renta Variable

5.3. Otros activos

6. Posicionamiento para el 4T22





1. Situación macro

Llega el invierno, no la glaciación

Situación macro

Llega el invierno, no una glaciación

- Podemos afirmar, con poco miedo a equivocarnos, que tanto Europa como EE.UU. se dirigen hacia una recesión, si no estuvieran ya inmersos en ella.

Llega el invierno...

- Será una recesión leve y no una gran depresión, soportada por el consumidor americano y la fortaleza del mercado laboral, además del hecho de que el punto de partida, sin desequilibrios estructurales relevantes en el sector corporativo, financiero ni en los hogares. Poco tiene que ver con el de depresiones del pasado.

... no una glaciación.

- Los bancos centrales priorizarán la lucha contra la inflación, admitiendo, como dijo el presidente Powell, “dolor” en la economía, pero los síntomas de pico de inflación se acumulan, lo que les permitirá cierta relajación de la política monetaria, posiblemente antes de lo que hoy anticipa el mercado.
- La narrativa actual es muy pesimista. Si bien resulta comprensible respecto al ciclo económico, lo resulta menos respecto al ciclo financiero. Mucho ya está en precio.

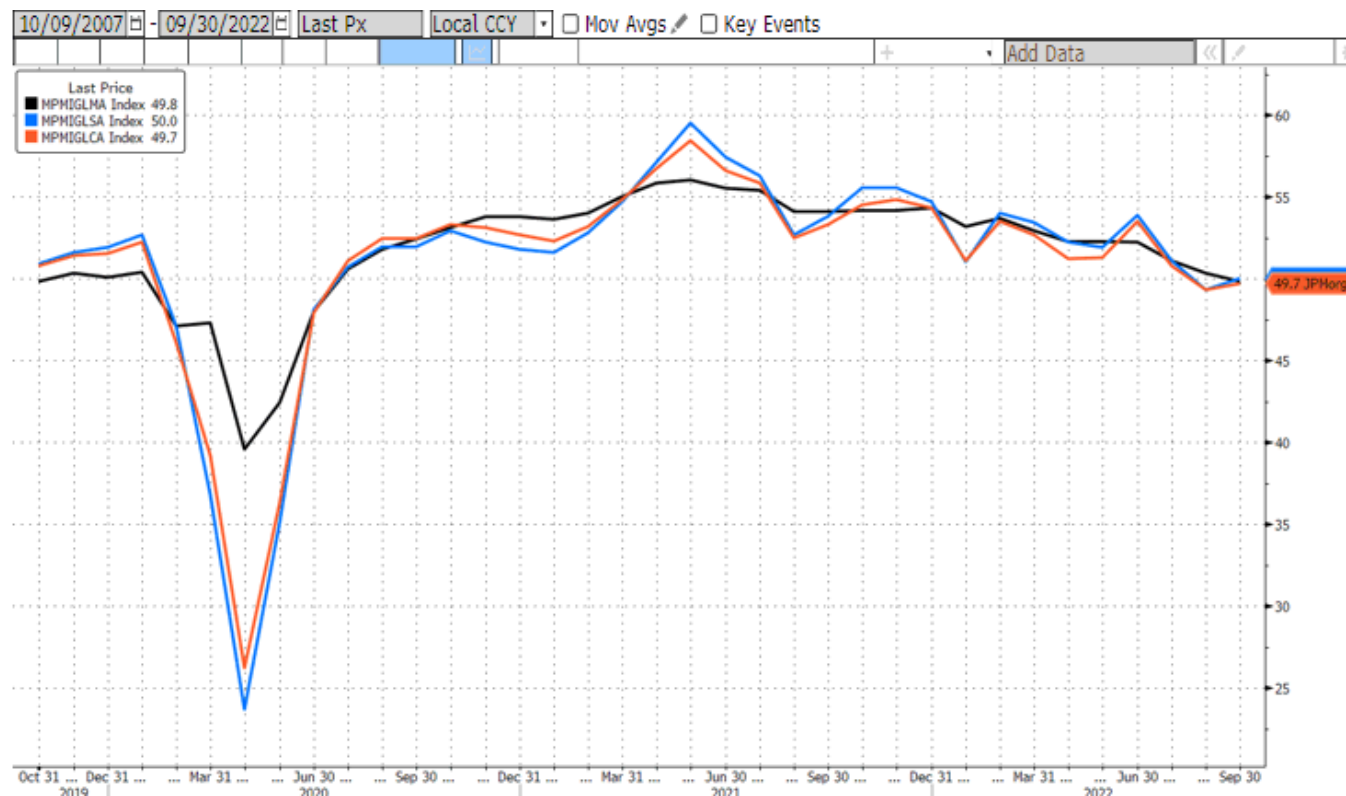
Llega el invierno macro

PMI Global en terreno de contracción

El índice PMI Global Compuesto ya se sitúa en terreno de contracción en el mes de septiembre, cayendo por debajo del umbral de 50.

Índices PMI Globales

Fuente: Bloomberg



- El PMI Global compuesto (línea naranja) perdió el nivel de 50 en agosto, cuando en junio estaba en 53,5. Se sitúa en 49,7.
- El índice manufacturero (línea negra) cayó por debajo del nivel de 50 en septiembre, por primera vez desde julio de 2020.
- El componente de servicios (línea azul) ha recuperado ligeramente en septiembre, recuperando el nivel de 50,0.
- Recordamos que éstos índices de gerentes de compras (PMI) son un excelente indicador de la actividad económica.
- Con estos datos, la recesión ya está en precio.

Llega el invierno macro

Previsiones macro revisadas a la baja de nuevo

FED, BCE, FMI, diferentes organismos públicos y entidades privadas han revisado a la baja, de nuevo, sus estimaciones de crecimiento, revisando al alza las de inflación

Revisiones de septiembre de la FED sobre la economía de EE.UU.

Fuente: Reserva Federal y Macroyield

Variable (en %)	2022	2023	2024	2025	Largo Plazo
PIB (a/a en 4T)	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
<i>Prev. Junio</i>	1.7	1.7	1.9		1.8
Tasa de paro (4T)	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
<i>Prev. Junio</i>	3.7	3.9	4.1		4.0
Deflactor consumo (a/a 4T)	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
<i>Prev. Junio</i>	5.2	2.6	2.2		2.0
Deflactor suby consumo (a/a 4T)	4.5	3.1	2.3	2.1	
<i>Prev. Junio</i>	4.3	2.7	2.3		
Tipo Fed Funds (final de año)	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
<i>Prev. Junio</i>	3.4	3.8	3.4		2.5

Evolución de las proyecciones del BCE

Fuente: BCE e Inverseguros

	Estimaciones de septiembre de 2022				Estimaciones de julio de 2022			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB Real	5.2	3.1	0.9	1.9	5.4	2.8	2.1	2.1
IPC	2.6	8.1	5.5	2.3	2.6	6.8	3.5	2.1

- Los principales organismos públicos han revisado a la baja en Septiembre, una vez más, sus previsiones de crecimiento para este ejercicio y los dos siguientes, siendo la causa principal una inflación más alta y persistente de lo esperado inicialmente.
- Más destacable que el ajuste a la baja en las previsiones de crecimiento, ha sido la revisión al alza de la de inflación, que para 2022, suben del 6,8% al 8,1% en Europa (por parte del BCE).
- Lo anterior se ve reflejado en un endurecimiento de las condiciones financieras superior al que se anticipaba en el mes de junio, en el caso de la FED, estimando 100 p.b. de subidas de tipos adicionales en este ejercicio 2022.

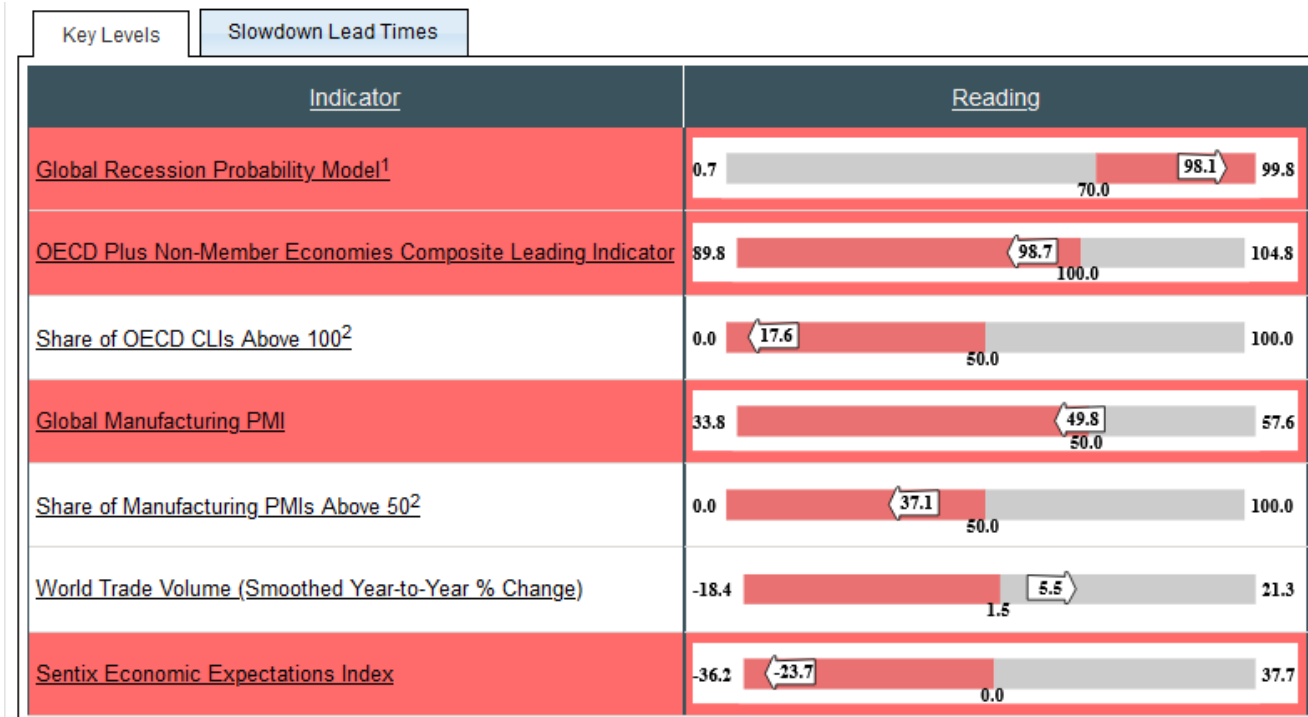
Llega el invierno macro

La recesión ya es el escenario central

Cuatro de los siete principales indicadores de recesión global apuntan hoy hacia ese escenario.

Indicadores de recesión global

Fuente: Ned Davis Research



- Ned Davis Research utiliza 7 indicadores principales para vigilar la recesión global. Ya son cuatro los que están en niveles de recesión, cuando sólo eran dos a cierre del primer semestre del ejercicio.
- Adicionalmente, su modelo de probabilidad de recesión global otorga ya una probabilidad del 98% a una recesión en los próximos 12 meses, cuando ya era del 95% hace tres meses.
- Las expectativas económicas, han alcanzado también el umbral a partir del cual la recesión es el escenario más probable.
- Los indicadores que no han dado aún señal de recesión son los que tienen en cuenta el número de países dando señales negativas, lo que cuadraría con una recesión con menor profundidad, centrada especialmente en las principales economías desarrolladas.

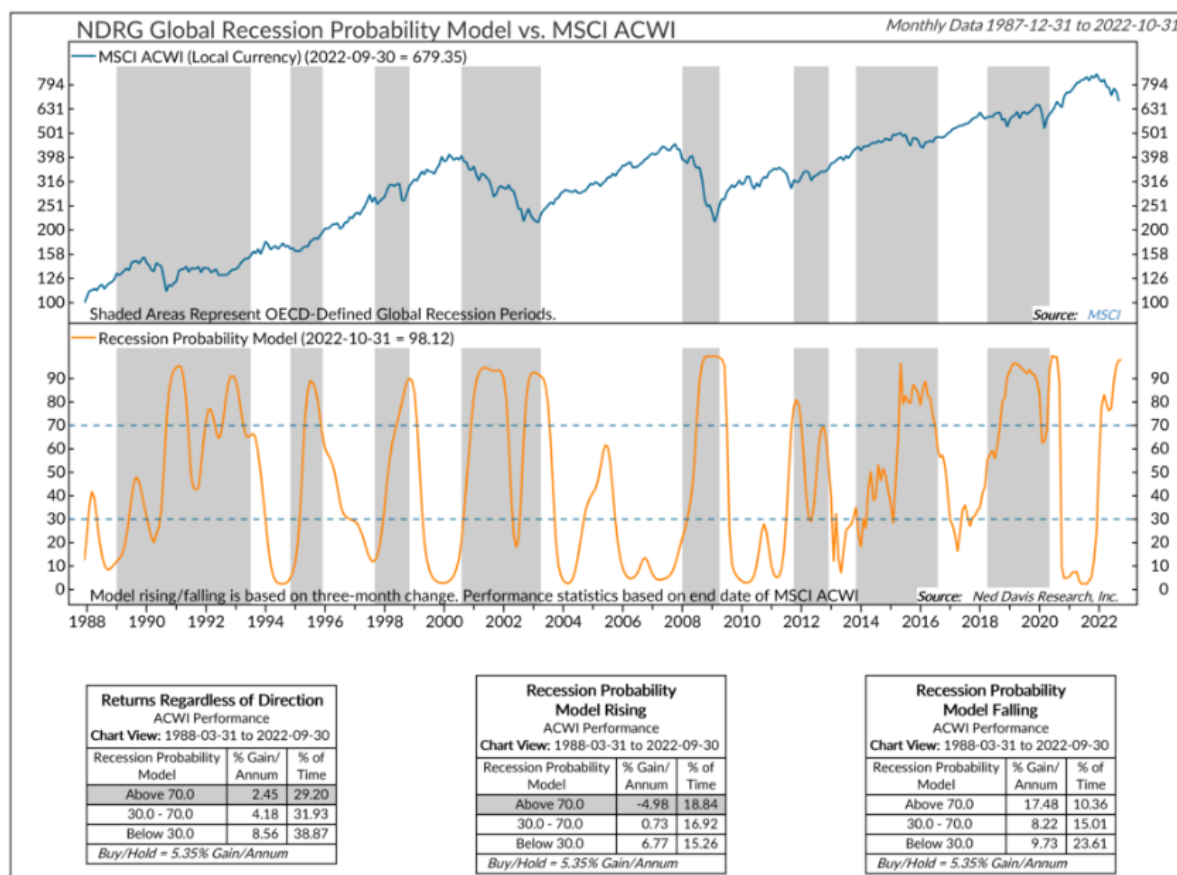
Llega el invierno macro

Probabilidad de recesión sólo puede bajar

Las mejores rentabilidades de las bolsas, han venido en entornos donde las probabilidades de recesión son muy altas y comienzan a bajar

Indicadores de recesión global

Fuente: Ned Davis Research



IE90B



© Copyright 2022 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

- El modelo de probabilidad de recesión global de Ned Davis Research ha subido hasta otorgar una probabilidad a una recesión en los próximos 12 meses a la economía global, del 98%.
- Esto genera una severa señal de recesión, solo alcanzada anteriormente en 2020 (Covid) y 2008-2009 (Gran Crisis Financiera).
- Históricamente, si sólo tuviéramos en cuenta el nivel del indicador de esta página, las bolsas alcanzan sus mejores rentabilidades cuando las probabilidades de recesión son bajas.
- En un análisis más detallado, el hecho de que dichas probabilidades estén subiendo o bajando, tiene un gran impacto en la rentabilidad de las bolsas. Las peores rentabilidades históricas han ocurrido cuando las probabilidades de recesión están por encima del 70% y subiendo. Sin embargo, las mejores, han sido cuando están bajando, partiendo de esos niveles altos.

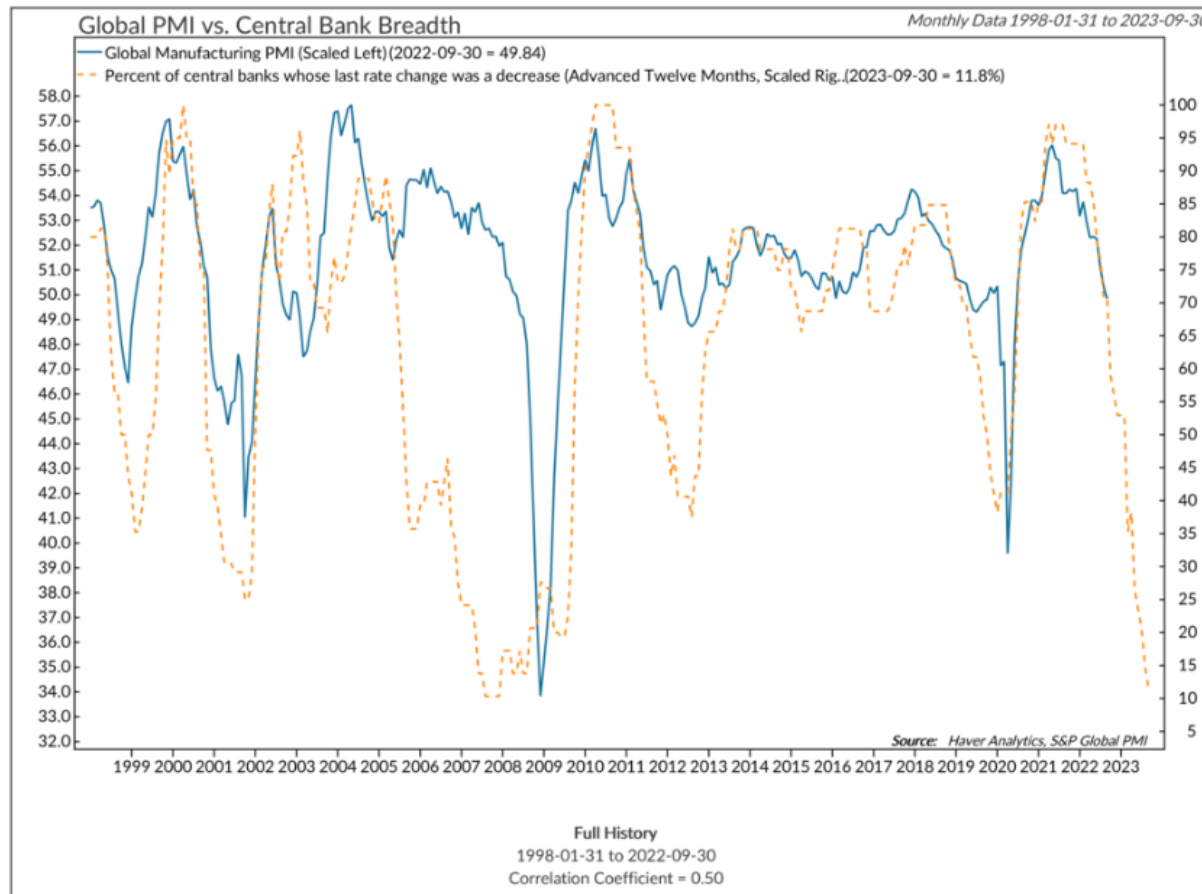
Llega el invierno macro

PMI seguirá cayendo, sin sorpresas

Las subidas de tipos continuarán lastrando a la actividad económica. Es el objetivo de los bancos centrales y prácticamente todos están alineados.

PMI Global vs. amplitud de bancos centrales subiendo tipos

Fuente: Ned Davis Research



- Además de suponer un obstáculo para las acciones, el gráfico muestra que el endurecimiento generalizado de los bancos centrales, también ha sido un indicador destacado del crecimiento económico mundial.
- La trayectoria actual apunta a lecturas del PMI global mucho más débiles en los próximos meses.
- Las únicas economías cuyos bancos centrales no están flexibilizando la política son China, Rusia, Turquía y Japón. Técnicamente, la reciente intervención del BoJ para fortalecer el yen es una forma de ajuste.

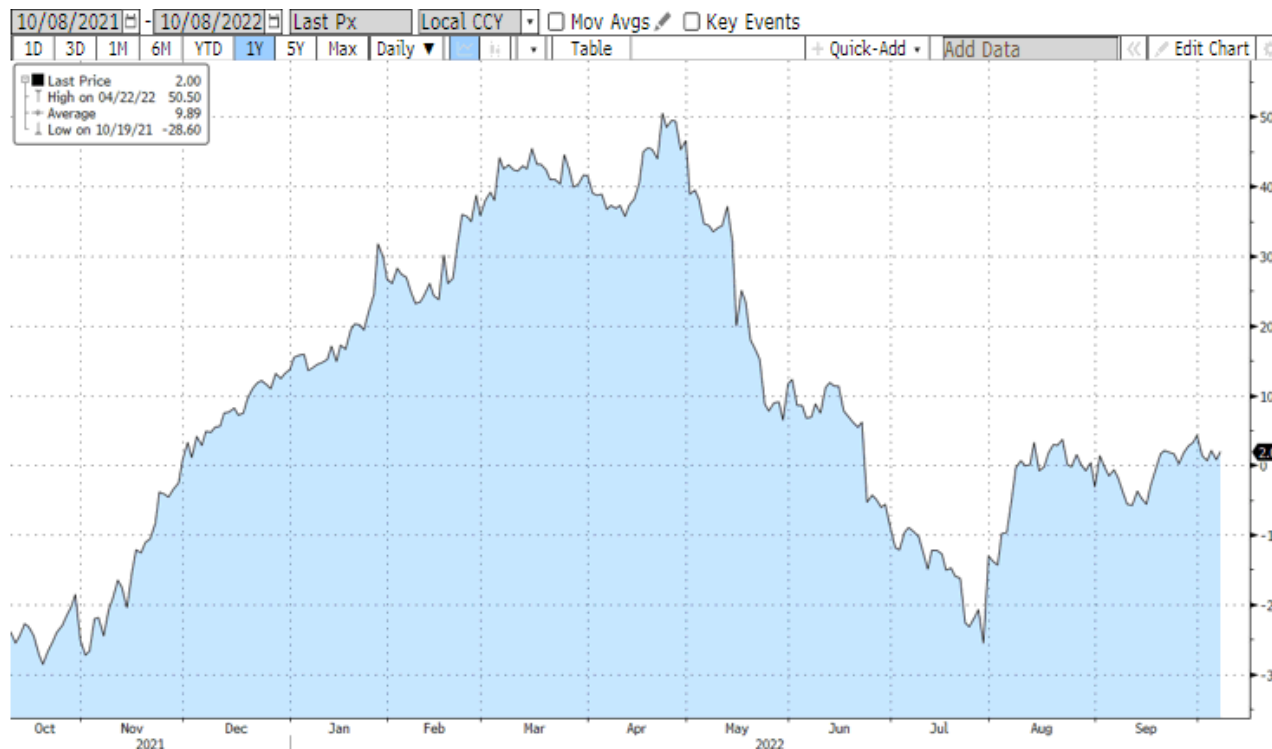
No será una glaciación

Poco margen macro a la baja desde aquí

El índice de sorpresas económicas global, ha caído con fuerza tras alcanzar niveles muy altos en el mes de abril.

Índice Global de sorpresas económicas de Citi

Fuente: Bloomberg



- Los índices de sorpresas económicas de Citi (global graficado en esta página), siguen la diferencia entre los datos macro conocidos y los estimados por el consenso. No dan valores absolutos, sino relativos.
- Datos buenos, pero por debajo de las estimaciones del consenso son lecturas negativas y viceversa.
- Tras haber alcanzado cotas muy altas en el mes de abril (lo que suponía que los datos macro venían mayoritariamente sorprendiendo al alza), el índice global cayó con fuerza para ya desde mediados de agosto situarse en torno a cero, que es el nivel donde los datos publicados se acercan a las estimaciones del consenso.

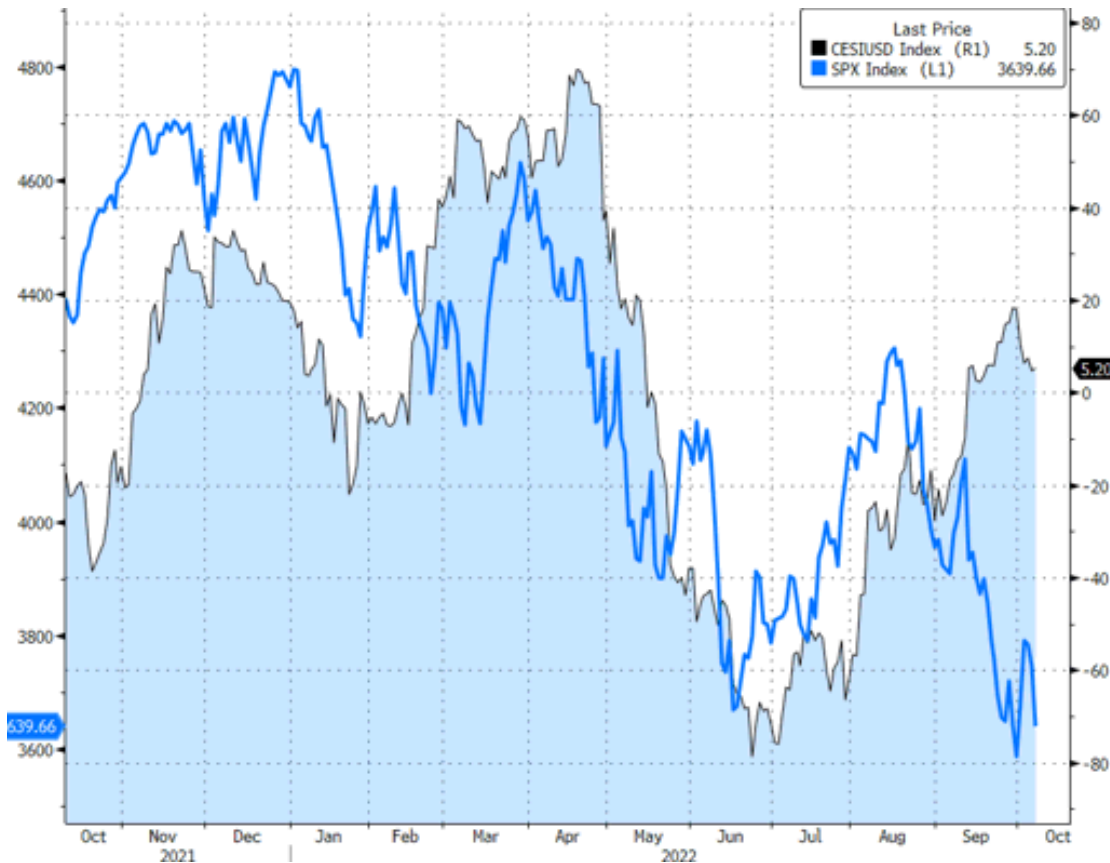
No será una glaciación

La bolsa ha dejado de moverse por la macro

La macro continuará deteriorándose, pero eso es un indicador retardado y ya está en precio. Ahora lo importante son las expectativas de política monetaria.

Índice de EE.UU. de sorpresas económicas de Citi vs. S&P

Fuente: Bloomberg



- A partir del segundo trimestre, los datos macro comenzaron a ser peores de lo que se esperaba y ese deterioro fue seguido por las bolsas, con caídas relevantes.
- Sin embargo, las caídas bursátiles iniciadas en agosto, se han dado en un entorno de mejora de los datos macro, que vienen ya siendo mejores de lo esperado algunos meses.
- Con la recesión ya descontada, el factor determinante serán las expectativas de política monetaria.

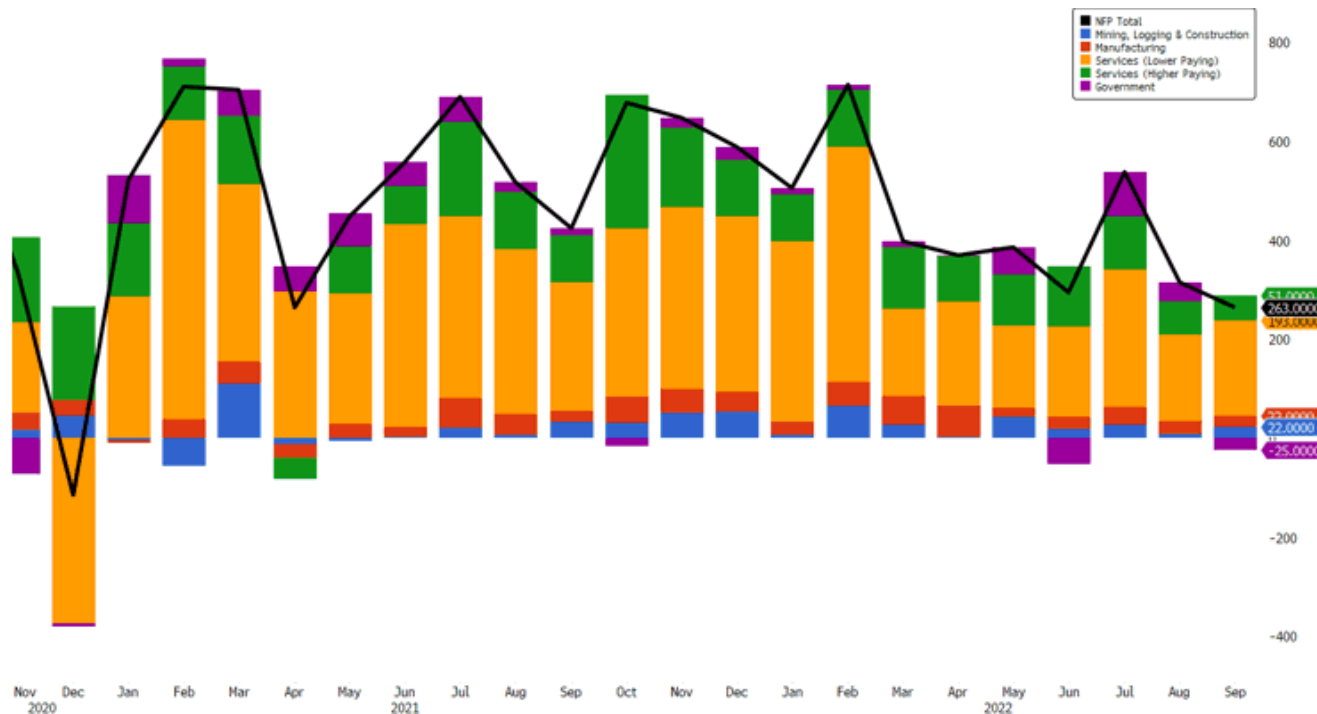
No será una glaciación

Consumo soportado por la creación de empleo

El mercado laboral en EE.UU. sigue fuerte y la creación de empleo soportará el consumo mientras se sigan creando de media 150k-200k nóminas mensuales

Nuevas nóminas no agrícolas mensuales en EE.UU.

Fuente: Bloomberg



- El informe de empleo de EE.UU. del mes de septiembre ha vuelto a demostrar al buena salud del mercado laboral, que continúa creando consistentemente más de 200k puestos de trabajo al mes.
- El crecimiento de la generación de puestos de trabajo se ha moderado pero los registros agregados siguen siendo sólidos, lo que demuestra que la ralentización de otros indicadores, de momento no ha contagiado a la contratación.
- La tasa de desempleo ha caído hasta el 3,5%, explicado por una ligera caída del ratio de participación hasta el 62,3%, siendo esto último un síntoma de menor crecimiento a largo plazo.
- El mercado de empleo se deteriorará con el ciclo, pero como argumentamos en las diapositivas siguientes, el punto de partida es muy favorable y existe margen hasta que llegara a suponer un problema significativo con impacto relevante en el consumo.

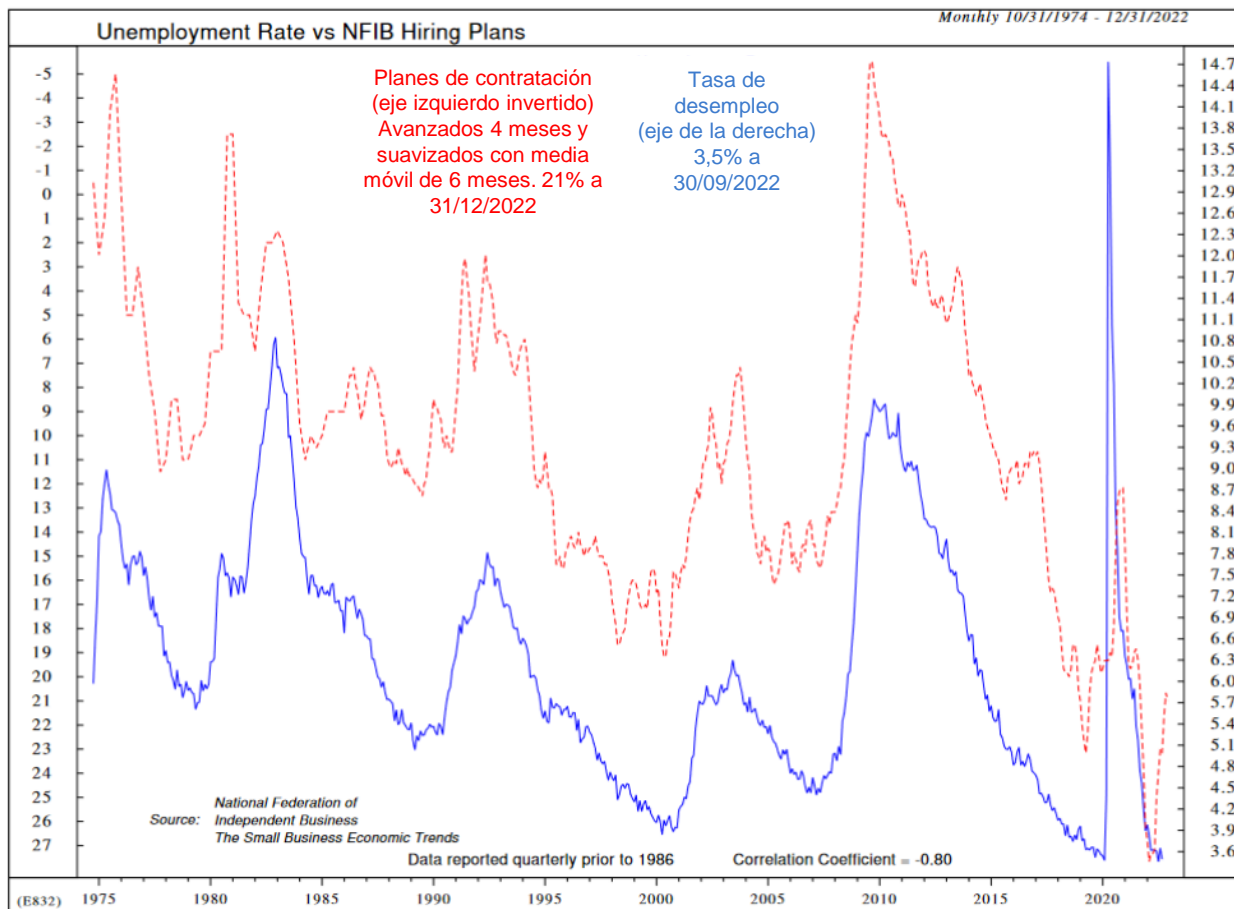
No será una glaciación

El mercado laboral se deteriorará “sólo” ligeramente

La fortaleza del mercado laboral es uno de los principales soportes del ciclo. Contamos con su deterioro, que tardará en ser un problema.

Tasa de desempleo vs. Planes de contratación

Fuente: Ned Davis Research



- Los planes de contratación son un buen indicador adelantado de la tasa de desempleo. Han comenzado a reducirse.
- Continúa habiendo una escasez de mano de obra y dificultades para contratar.
- Según se vayan ajustando a la baja la demanda de bienes y sobre todo, la de servicios, los planes de contratación seguirán reduciéndose (proceso ya iniciado).
- El punto de partida da un soporte al consumo y por extensión, a la actividad económica en EE.UU..
- La mano de obra será un bien escaso de forma estructural, pero tras las recientes subidas salariales, la oferta se está encontrando con la demanda.

No será una glaciación

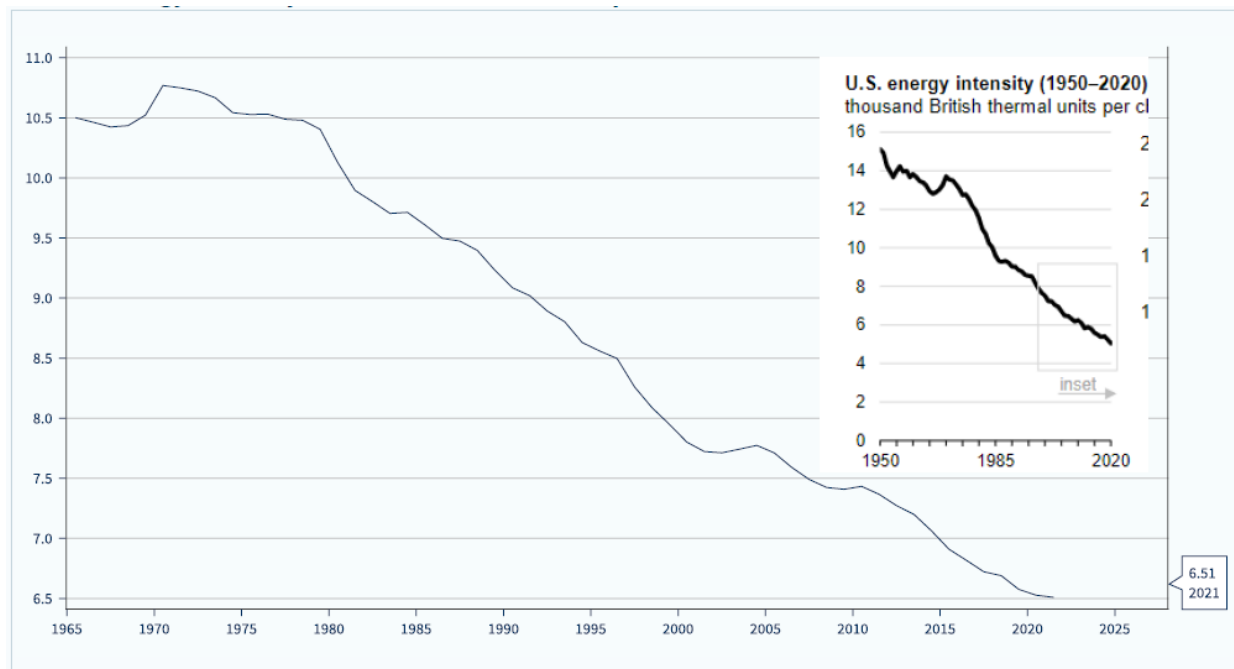
No estamos a finales de los años 70

La crisis energética es grave y la carrera hacia la independencia supone un relevante incremento de costes, pero la economía actual tiene una intensidad energética muy inferior a la de los años 70.

Evolución de la intensidad energética 1965-2021

Miles de BTU (British Thermal Units) por unidad constante de PIB

Fuente: Kepler Cheuvreux



- Aunque en niveles muy altos, la inflación de precios que estamos viviendo no se acerca, ni de lejos, a la de los años 70, donde hubo picos de hasta un 28% provocados por la crisis del petróleo.
- La crisis energética será larga, con la guerra de Ucrania habiéndola amplificado, pero gestada anteriormente por un déficit de inversión estructural. No es asunto de un invierno.
- Como muestra el gráfico de esta página, la intensidad energética de nuestra economía tiene poco que ver con la de los años 70. Tenemos una economía menos dependiente de la energía.
- Adicionalmente, se ha trabajado con intensidad para lograr reemplazar la energía que venía de Rusia y la dependencia es hoy baja...
- ...aunque cualquier fuente alternativa siga hoy resultando más cara.
- El principal problema con la energía es el precio, no el suministro.

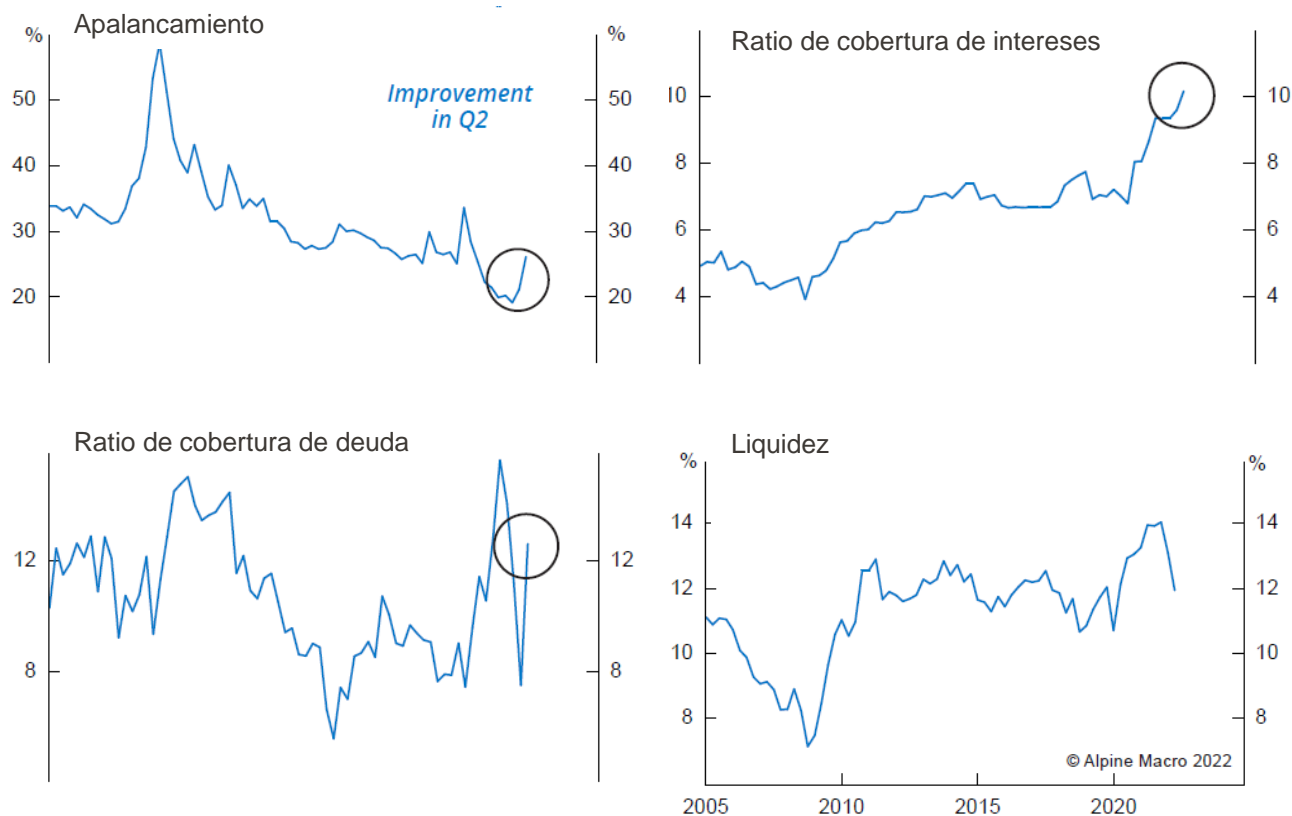
No será una glaciación

Sólidos fundamentales en el sector corporativo

Los niveles de apalancamiento, cobertura de intereses, cobertura de deuda y liquidez del sector corporativo parten de un buen punto de partida.

Ratios de salud financiera del sector corporativo de EE.UU.

Fuente: Alpine Macro



- El punto de partida en lo que a salud financiera del sector corporativo se refiere, es muy positivo.
- Balances y cuentas de Pérdidas y Ganancias aguantaron muy bien en el segundo trimestre, lo que justifica el optimismo del mercado sobre el moderado crecimiento de la tasa de impago.
- Estos ratios comenzarán pronto a deteriorarse y las tasas de impago de deuda repuntarán al alza como ha ocurrido en cada recesión, con una recesión leve y lo tipos de interés ya no lejos de un pico de este ciclo, la situación será manejable.

No será una glaciación

China aportará crecimiento fuera de consenso

Este año nadie contaba con China, pero la salida progresiva de su política de covid cero, estímulos monetarios y fiscales, vuelven a poner al gigante asiático como posible motor de la economía global.

Impulso de crédito en China- Variación últimos 12 meses

Fuente: Bloomberg



- El ciclo no está sincronizado y la economía China está haciendo suelo, mientras EE.UU. y Europa se ralentizan o incluso van hacia la recesión.
- China se ha enfrentado a numerosos obstáculos en el último trimestre, como son su política de cero COVID, los problemas provocados por las condiciones meteorológicas y la debilidad persistente del mercado inmobiliario.
- Una inflación muy por debajo del resto, le ha permitido implementar políticas expansivas que han fomentado el gasto en activos fijos y la producción industrial.
- El impulso crediticio de China ha cambiado, y es probable que haya más estímulos en el futuro. La economía China si puede permitírselos.



2. Política monetaria:

El endurecimiento de la política monetaria (fin de la represión financiera) ha sido la causa

Política monetaria

El endurecimiento de la política monetaria ha sido la causa

- Las causas principales de las caídas de los mercados, son el endurecimiento de la política monetaria y el fuerte compromiso de los bancos centrales en su lucha contra una inflación aún desbocada, sabiendo que, parafraseando al Presidente de la Reserva Federal: “será doloroso para la economía”.
- El punto de inflexión queda atrás y ahora, para que las bolsas puedan construir un suelo estable, necesitan cierta visibilidad sobre los tipos de interés terminales, es decir, certidumbre sobre el nivel que alcanzarán en este ciclo.
- En ese sentido, las expectativas han subido sistemáticamente en los últimos trimestres. Se espera que la FED llegue al 4,6% a mediados de 2023 (desde el 3,25% actual) y BCE suba desde el 0,75% hasta el 2,85% en el próximo verano.
- Hasta que la inflación comience a ceder, el compromiso de los BC es total y no pueden hacer otra cosa. No tienen incentivo alguno a asumir riesgos y ese es su mandato.
- En cualquier caso, la velocidad de la subida de tipos, resulta una actuación de urgencia en dos sentidos: mayor contundencia en su actual lucha contra la inflación y mayor margen para estimular la economía cuando sea necesario, que saben no será demasiado tarde.

Política monetaria

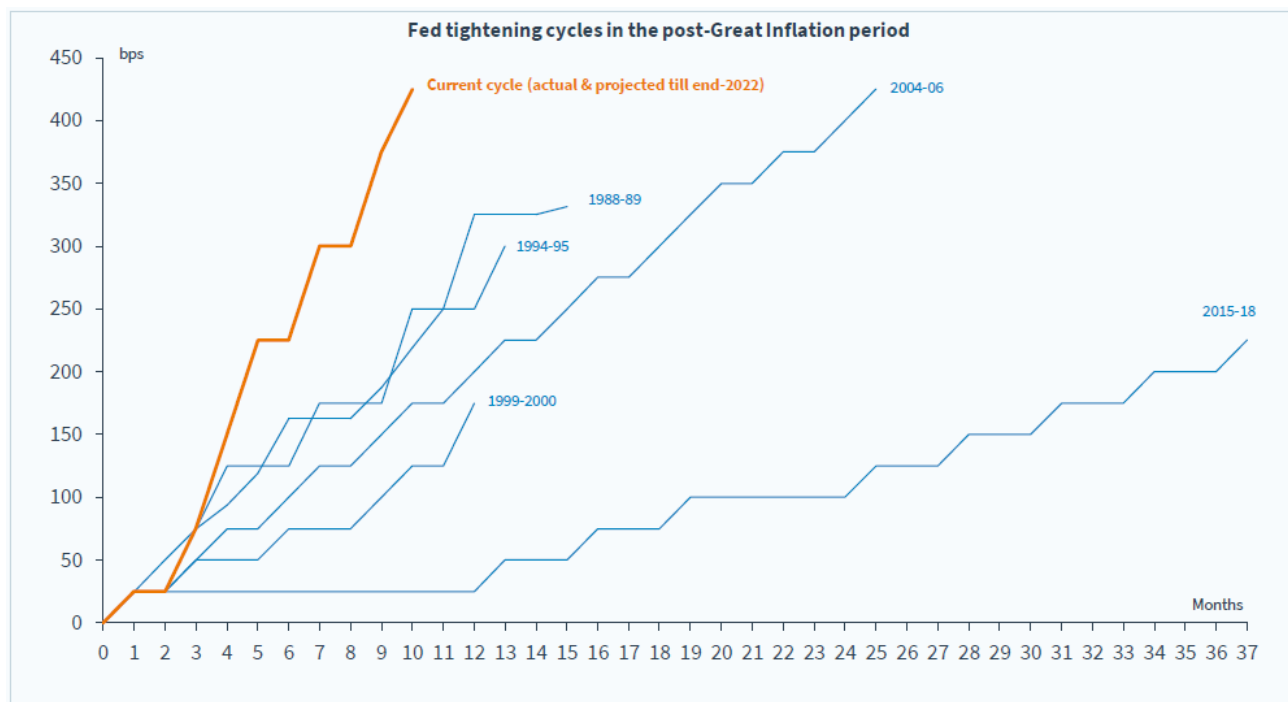
Proceso de subida de tipos más agresivo en décadas

El actual ciclo de subidas de tipo será el más agresivo desde el período de la gran inflación de los años 70

Ciclos de subida de tipos post era de la gran inflación

Subidas actuales y proyectadas de mínimo a máximo

Fuente: Kepler Cheuvreux



- Estamos inmersos en uno de los procesos de endurecimiento de la política monetaria más amplio y rápido de la historia.
- Históricamente, eso ha sido un lastre para la economía global, así como para la evolución de las bolsas...
- ...pero los datos de inflación así lo exigen...
- ...y la Reserva Federal parece cómoda “comprando munición” para cuando llegue a necesitarla.

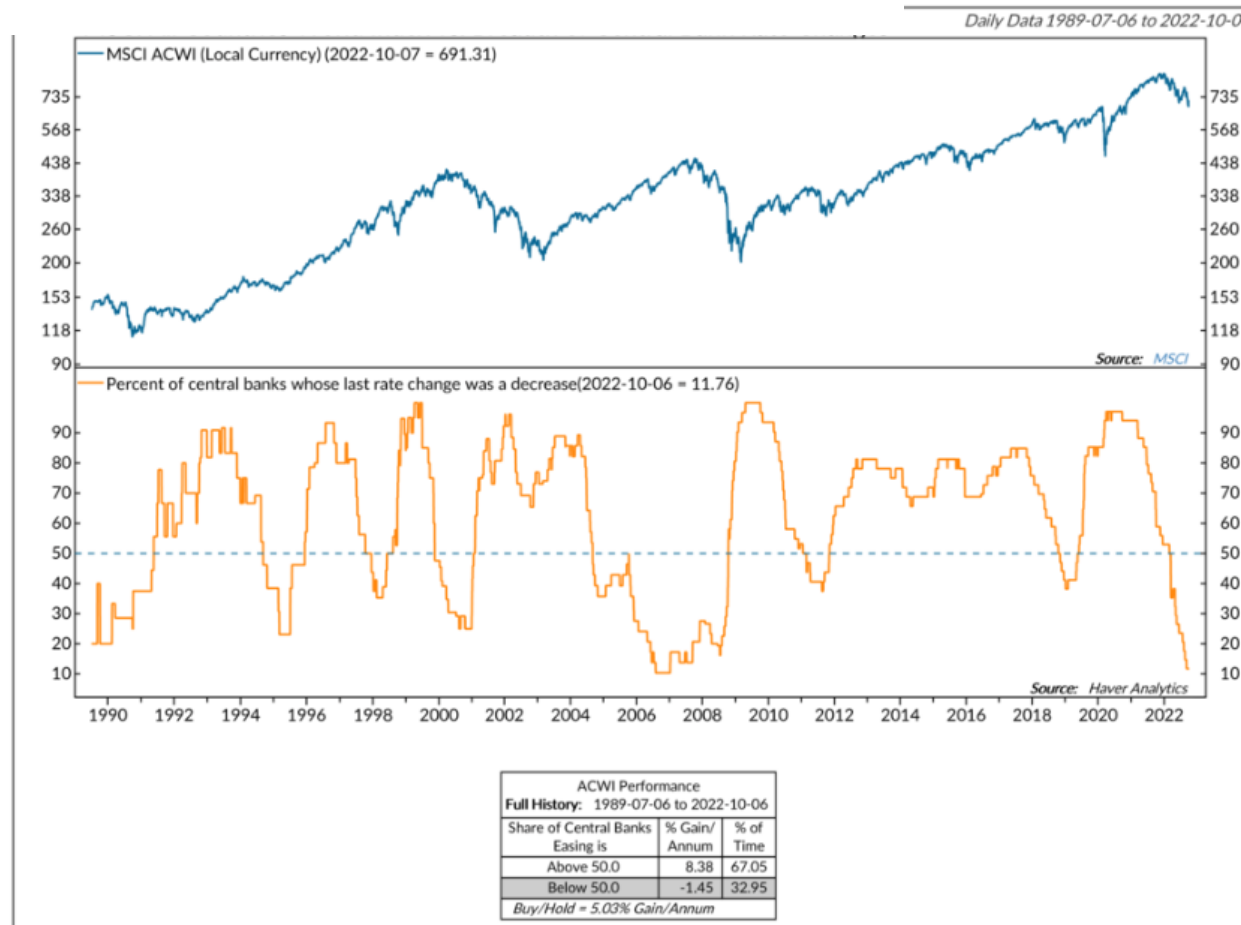
Política monetaria

Endurecimiento monetario global

Estamos inmersos en uno de los procesos de endurecimiento de las políticas monetarias más amplio y rápido de la historia

MSCI World vs. % de bancos centrales cuyo último movimiento fue una bajada de tipos

Fuente: Ned Davis Research



- Estamos inmersos en uno de los procesos de endurecimiento de las políticas monetarias más amplio y rápido de la historia.
- Es un fenómeno absolutamente global, en el que las únicas excepciones significativas son China, Japón y Australia.
- Como muestra el gráfico de esta página, apenas un 10% de los bancos centrales, bajaron sus tipos de interés en su último movimiento.
- Históricamente, eso ha sido un lastre para la economía global, así como para la evolución de las bolsas.

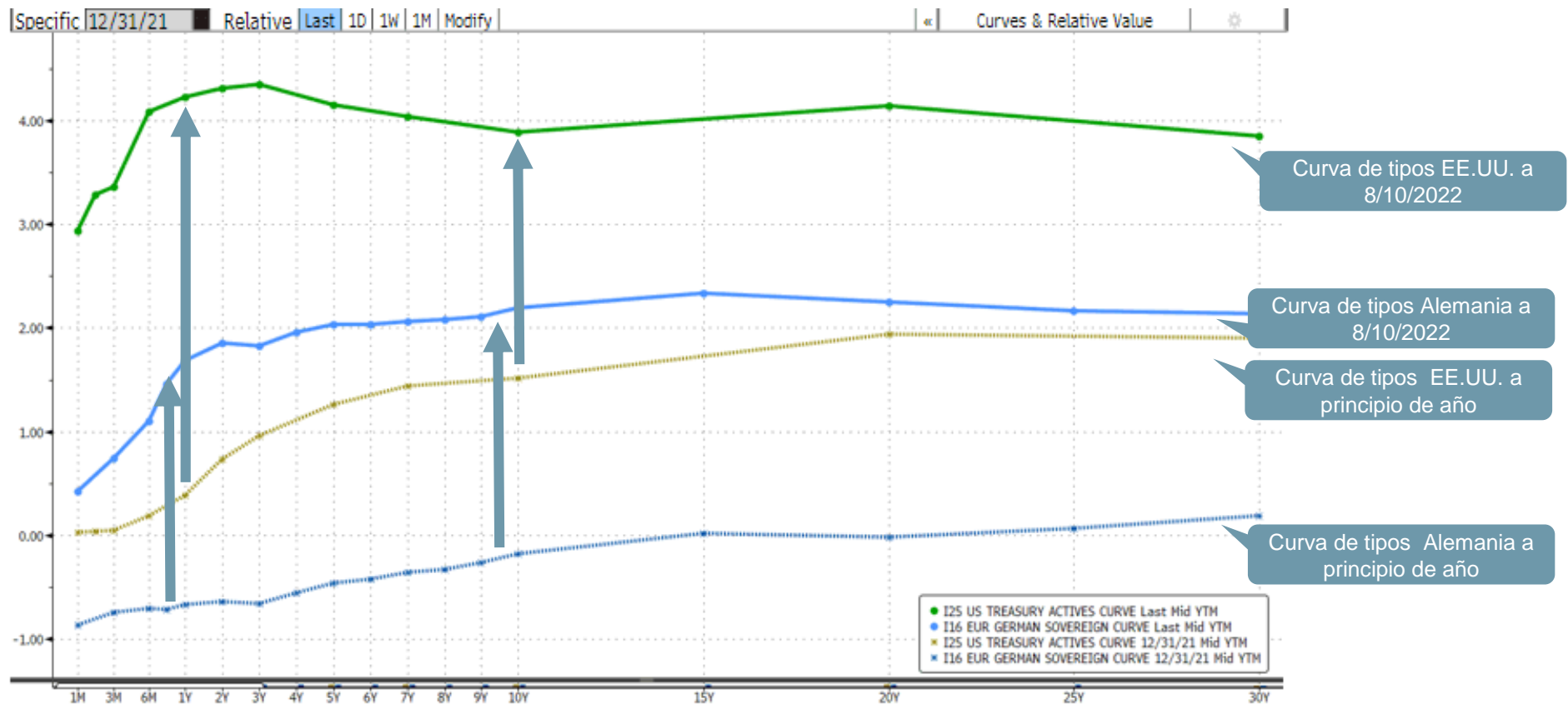
Política monetaria

Subida de los tipos de interés en todos los plazos

Las fuertes subidas de los diferentes tramos de las curvas de tipos reflejan el cambio de paradigma. Se acabaron el dinero gratis y la represión financiera

Evolución de la curva de tipos de interés de EE.UU. y Alemania desde inicio de año

Fuente: Bloomberg



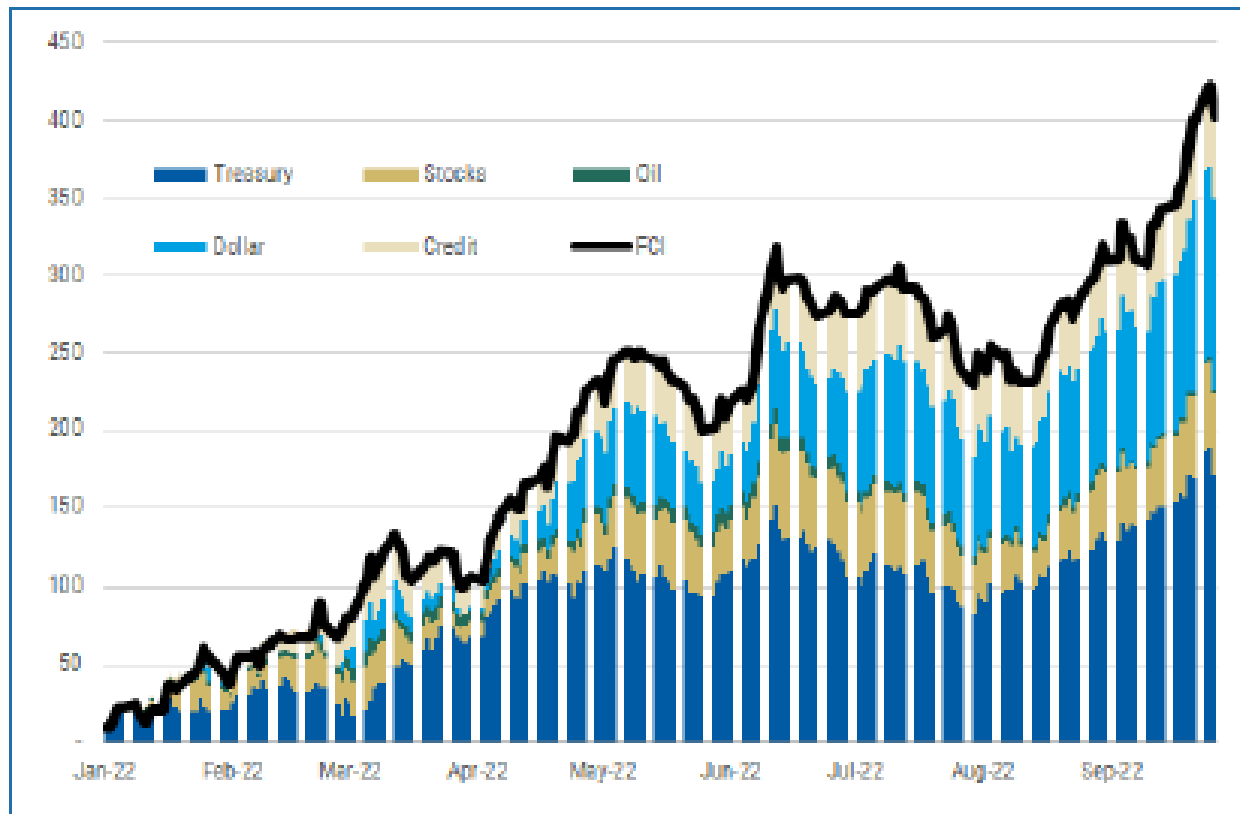
Política monetaria

Endurecimiento de las condiciones financieras

Los dos contribuidores principales al endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU. han sido los bonos y el dólar, siendo la subida del último equivalente a +1,3% en los tipos de la FED.

Cambio acumulado en la condiciones financiera en el ejercicio actual (p.b.)

Fuente: Morgan Stanley Research

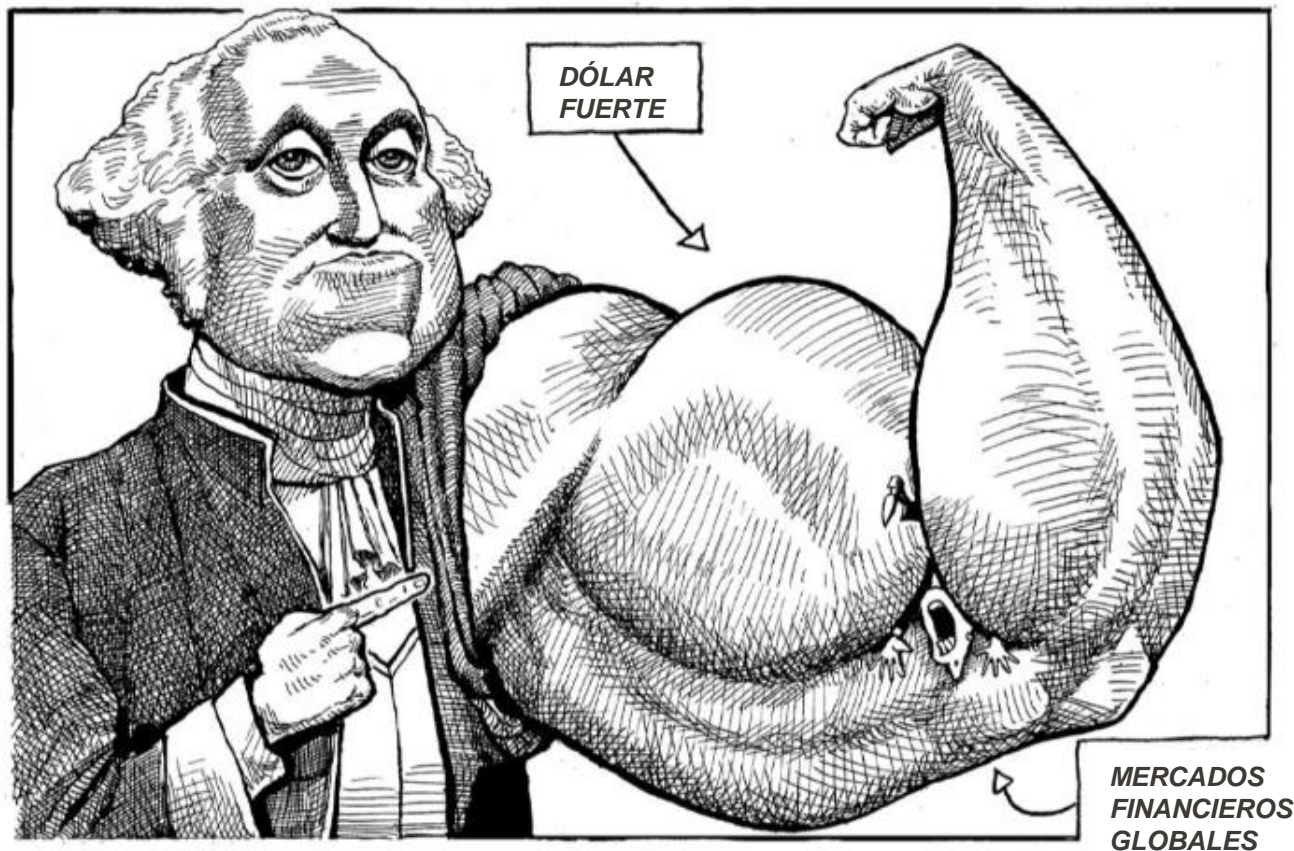


- El modelo graficado en esta página, relaciona el movimiento del precio de los diferentes activos con su impacto equivalente en los tipos de interés de la Reserva Federal, recogido por el índice de condiciones financieras.
- La fuerte subida del dólar de este ejercicio (+15% vs. Cesta diversificada ponderada por comercio) equivale a una subida de tipos de la Fed en torno a 130 p.b., lo que explica casi un tercio del endurecimiento de las condiciones financieras de 400 p.b. que recoge el modelo.
- Este movimiento está en línea con los objetivos actuales de la Fed, por lo que no es aún un problema para EE.UU., pero si tendrá su efecto amplificador en el momento en que la actual política monetaria revierta.

Política monetaria

Fortaleza del dólar es restrictiva para el resto

Un dólar fuerte es inflacionista para el resto del mundo y ayuda a financiar el déficit de EE.UU.. Resulta restrictivo.



- John Connally, ex Secretario del Tesoro de EE.UU. a principios de los años 70, tuvo una cita muy adecuada para la situación actual:

- *“El dólar es nuestra divisa, pero es vuestro problema”*

Fuente: The Economist

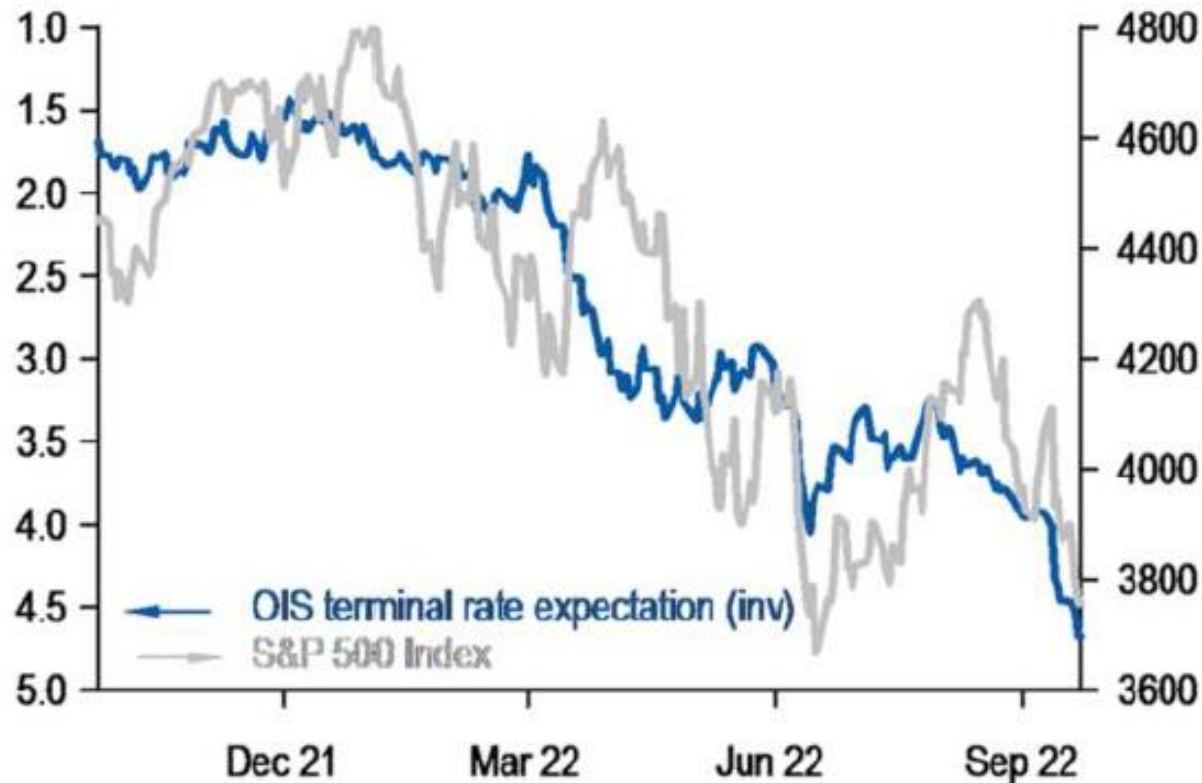
Política monetaria

La clave: tasa terminal de tipos de la FED

Desde el inicio de las caídas bursátiles, éstas se han movido al son de la tasa terminal de tipos.

Tasa terminal de tipos de la FED (invertida) vs. S&P 500

Fuente: JP Morgan Research



- El punto de inflexión queda atrás y ahora, para que las bolsas puedan construir un suelo estable, necesitan cierta visibilidad sobre los tipos de interés terminales, es decir, certidumbre sobre el nivel que alcanzarán en este ciclo.
- Los tipos terminales son el nivel de tipos de interés que alcanzará el banco central en el ciclo actual. La tasa terminal de la FED no ha parado de incrementar (ver línea azul con escala inversa) desde finales de 2021, coincidiendo con el inicio de las caídas de las bolsas.
- Tras la reunión de la Reserva Federal de la semana pasada, las tasas terminales implícitas en el mercado repuntaron fuertemente, hasta el 4,6%.
- Tan pronto como la inflación comience a dar tregua el mercado encontrará su suelo, con el techo de los tipos terminales cerca.

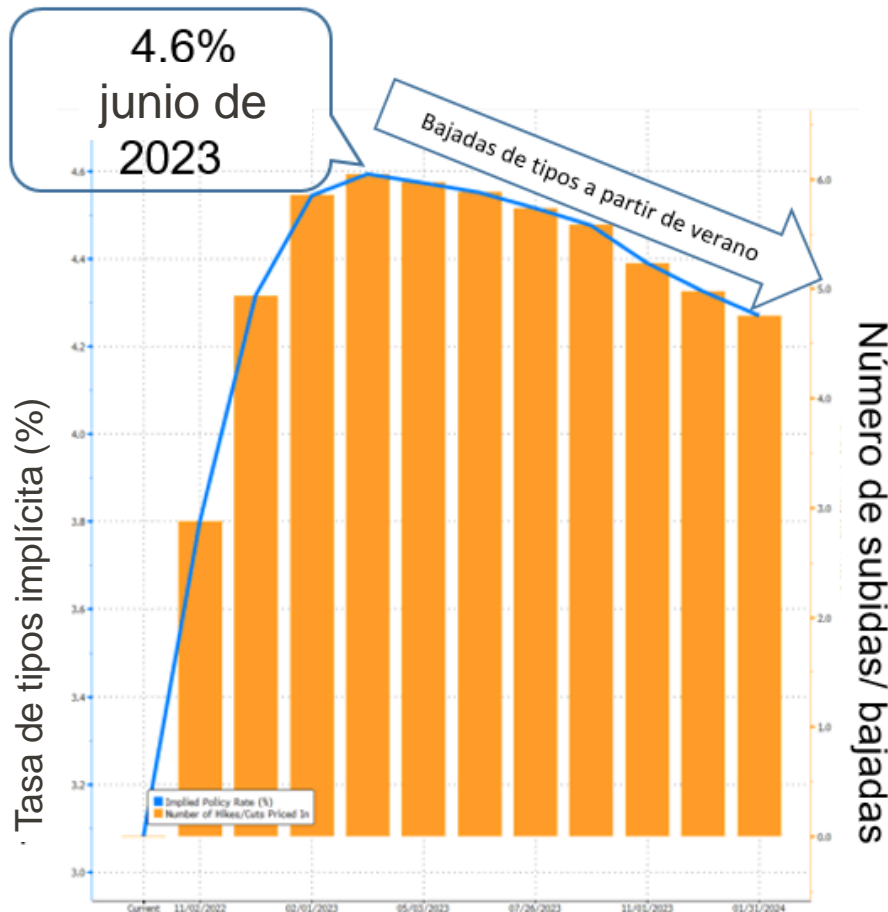
Política monetaria

La clave: tasa terminal de tipos de la FED

La tasa terminal de tipos de este ciclo está muy por encima de la de equilibrio.

Expectativas de tipos de política monetaria de la FED

Fuente: Bloomberg



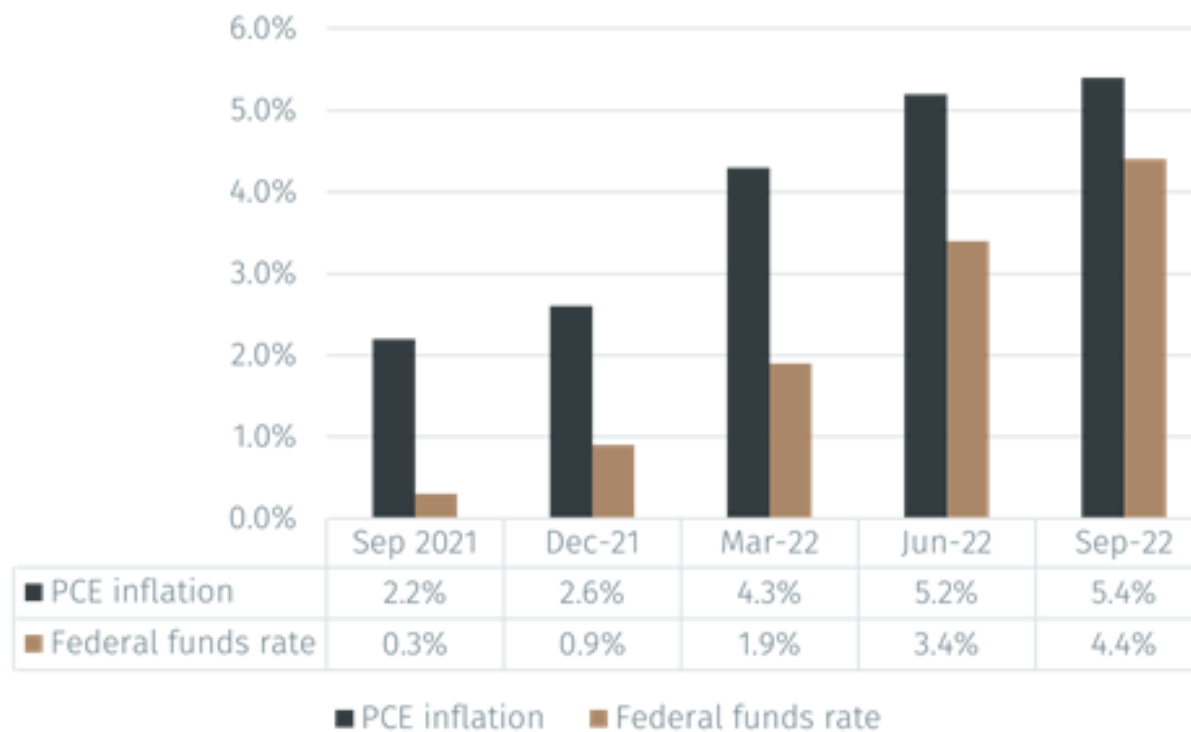
- El punto de inflexión queda atrás y ahora, para que las bolsas puedan construir un suelo estable, necesitan cierta visibilidad sobre los tipos de interés terminales, es decir, certidumbre sobre el nivel que alcanzarán en este ciclo.
- En ese sentido, las expectativas han subido sistemáticamente en los últimos trimestres. Se espera que la FED llegue al 4,6% a mediados de 2023 (desde el 3,25% actual) y BCE suba desde el 0,75% hasta el 2,85% en el próximo verano.
- La inflación continúa por las nubes y la prioridad absoluta de la lucha contra la inflación implica sin duda alguna subidas de tipos adicionales (el mercado descuenta 75 p.b. en noviembre, 50p.b. en diciembre y 25 p.b. adicionales el año que viene), pero ya hay mucho en precio y para que la tasa terminal siga al alza, las subidas tienen que ser mayores de lo esperado.

Política monetaria: FED comprometida en la lucha contra la inflación...”aunque sea doloroso”

El tono más restrictivo de la Fed ha ido respondiendo a las constantes revisiones al alza de sus previsiones de inflación.

Proyecciones de Inflación (PCE) y tipos de interés para 2022 *Mediana miembros del FOMC*

Fuente: Reserva Federal de EE.UU. y EFG Bank



- Como era de esperar, en su reunión del 21 de septiembre, la Reserva Federal subió sus tipos de interés en 75 puntos básicos desde 2,25-2,50% a 3-3,25%.

- El factor impulsor detrás de esta decisión, es que el aumento de la inflación de EE.UU. que comenzó en la primavera de 2021 ha sido mucho más fuerte, más persistente y de base más amplia de lo que habían pronosticado la Fed y la mayoría, como muestra el gráfico de esta página.

- En la reunión del FOMC de septiembre de 2021, la predicción fue de una tasa de inflación del 2,2% interanual. Para la reunión de septiembre de 2022, esa predicción se había elevado al 5,4 %. Al mismo tiempo, la proyección de tipos para fin de año se elevaron de 0,3% en septiembre de 2021 a 4,4% un año después.

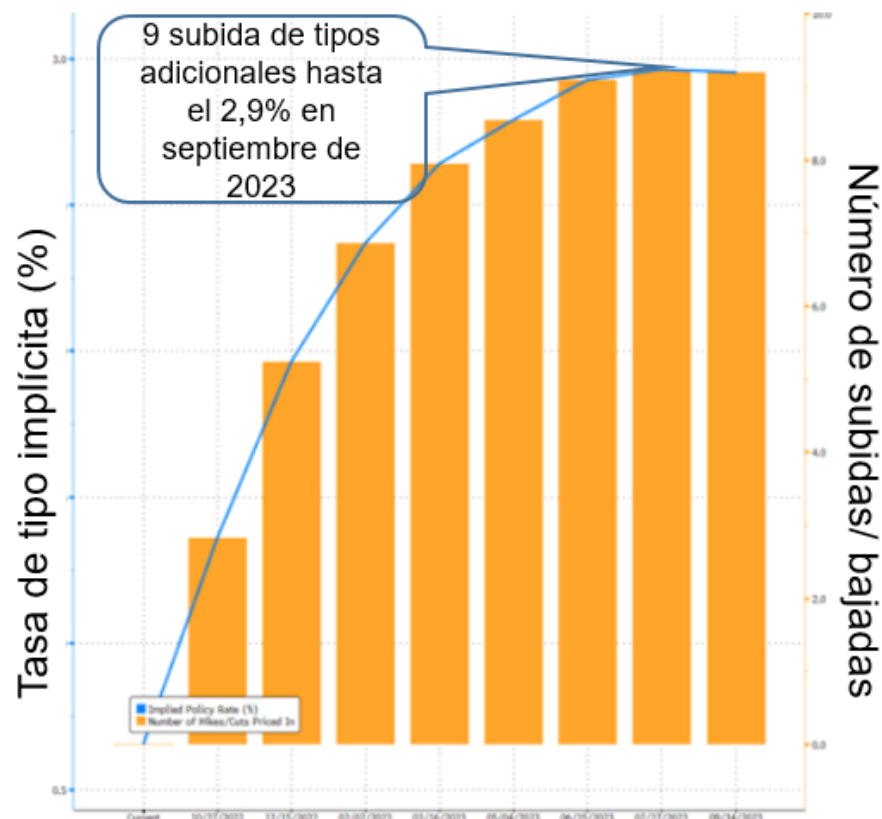
Política monetaria

BCE sigue los pasos de la FED

BCE salió en julio del “experimento fallido” de los tipos negativos y el mercado espera que superen el 3% en este ciclo. Nos parece excesivo.

Tipos implícitos del BCE y número de subidas esperadas

Fuente: Bloomberg 07/10/2022



- Igual que la FED, el BCE está comprometido en su lucha contra la inflación, pero sigue comprando bonos en el mercado y tiene una situación bien diferente por el lado de la demanda.
- Las perspectivas de crecimiento son muy pobres y utilizar la misma solución que la Fed para solucionar un problema diferente, puede generar riesgos adicionales en Europa.
- El BCE subió su tipo de facilidad de depósito 75 puntos básicos en su reunión de septiembre, desde el +0% hasta el 0,75%, después del movimiento de -0,5% a 0% del mes de julio. El escenario base del mercado es de una subida adicional de 75 p.b. en la reunión del 27 de octubre y otra de 50-75 p.b. en diciembre, para después ralentizar el ritmo de la subidas hasta alcanzar el nivel de neutralidad, el cual pasaría por el entorno del 2%- 2,5%, para terminar con unos tipos de interés reales cercanos al 0%.
- El mercado piensa que el BCE llegará a una tasa terminal por encima del 3% después de verano. Creemos que esas estimaciones son excesivamente agresivas.



3. Inflación:

La raíz del problema. Síntomas de pico.

Inflación

La raíz del problema. Síntomas de pico

- La política monetaria es la causa, pero la raíz del problema es la inflación. Los datos de agosto y septiembre no han ayudado.
- Donde se esperaba cierta relajación, ha continuado la escalada de precios y acabamos de conocer el dato de IPC de Septiembre de la Unión Europea, que repunta hasta el 10% interanual, con la subyacente situándose en el 4.8%.
- Simplificando, el actual entorno hiperinflacionario puede describirse como un inesperado (sólo en parte) y repentino desequilibrio entre la oferta y la demanda, fruto de la pandemia y guerra (no sólo), en un entorno de abundante (¿excesiva?) liquidez
- La fórmula para combatir la inflación es simple: reducir la demanda y ampliar la oferta. Nos acercamos a la solución con una recesión que destruye demanda y las cadenas de suministro recuperando la normalidad de la oferta.
- En esta sección desarrollamos principalmente los síntomas de pico de la inflación y por qué pensamos que ésta comenzará pronto a bajar, para así permitir a los BC relajar sus políticas monetarias, dar visibilidad sobre el techo de los tipos terminales de este ciclo y con ello, estabilidad a los mercados.

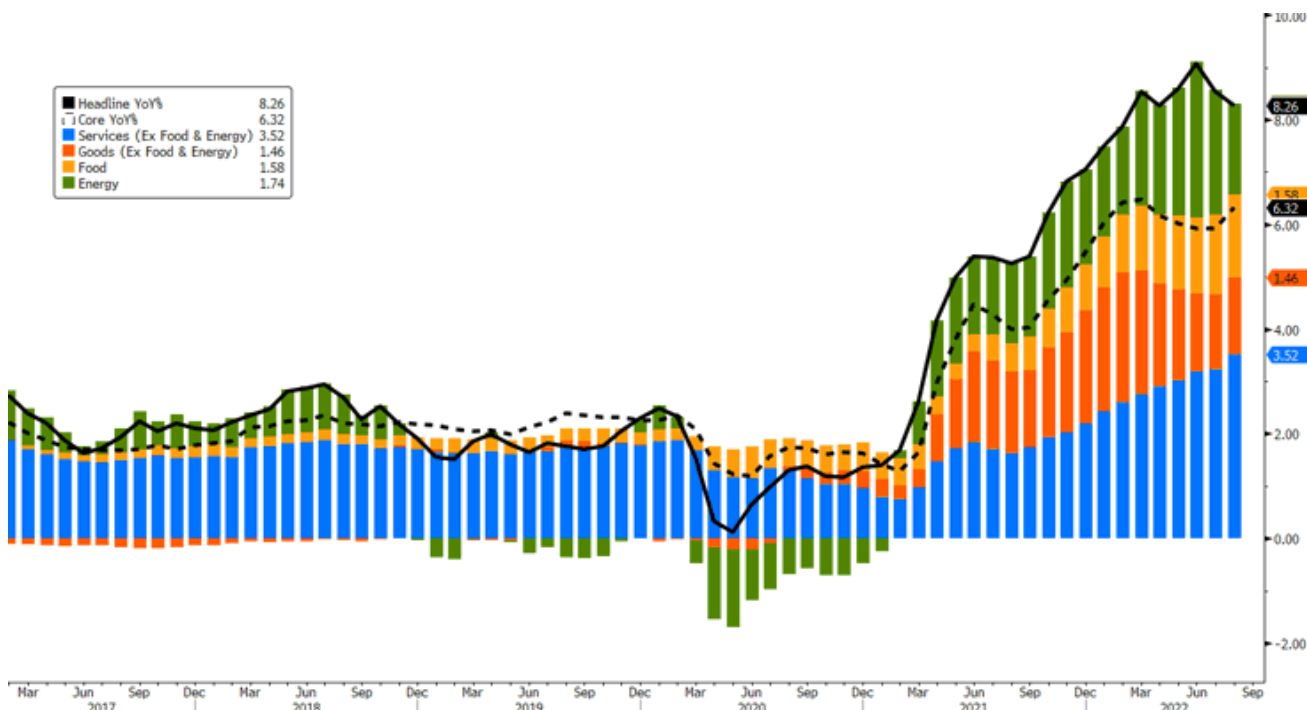
Inflación

Últimos datos en EE.UU.

La inflación se mantiene en niveles máximos. Señales de estar cerca del pico, que se limitan por ahora al precio de los bienes y no de los servicios.

IPC interanual de EE.UU. desglosado por componentes

Fuente: Bloomberg



- El IPC de agosto en EE.UU. desaceleró en dos décimas menos de lo esperado, hasta el 8,3% interanual, frente al 8,1% que esperaba el consenso.
- La referencia subyacente aumentó en cuatro décimas, hasta el 6,3%, lo que supone también un dato mayor de lo esperado y una subida desde el dato del +5,9% del mes anterior.
- Desglosando el dato, la energía volvió a descender por segundo mes consecutivo (-5%) y en contraposición, contribuyeron positivamente los alimentos y los alquileres, siendo este último componente el más estructural.
- El dato puso de manifiesto que la referencia general parece haber alcanzado su pico, siendo la energía y más concretamente la gasolina, el principal factor de desaceleración.
- Los niveles de precios siguen siendo muy elevados y el mercado esperaba una contracción en la tasa intermensual del-0,1%, cuando avanzó un+0,1%.

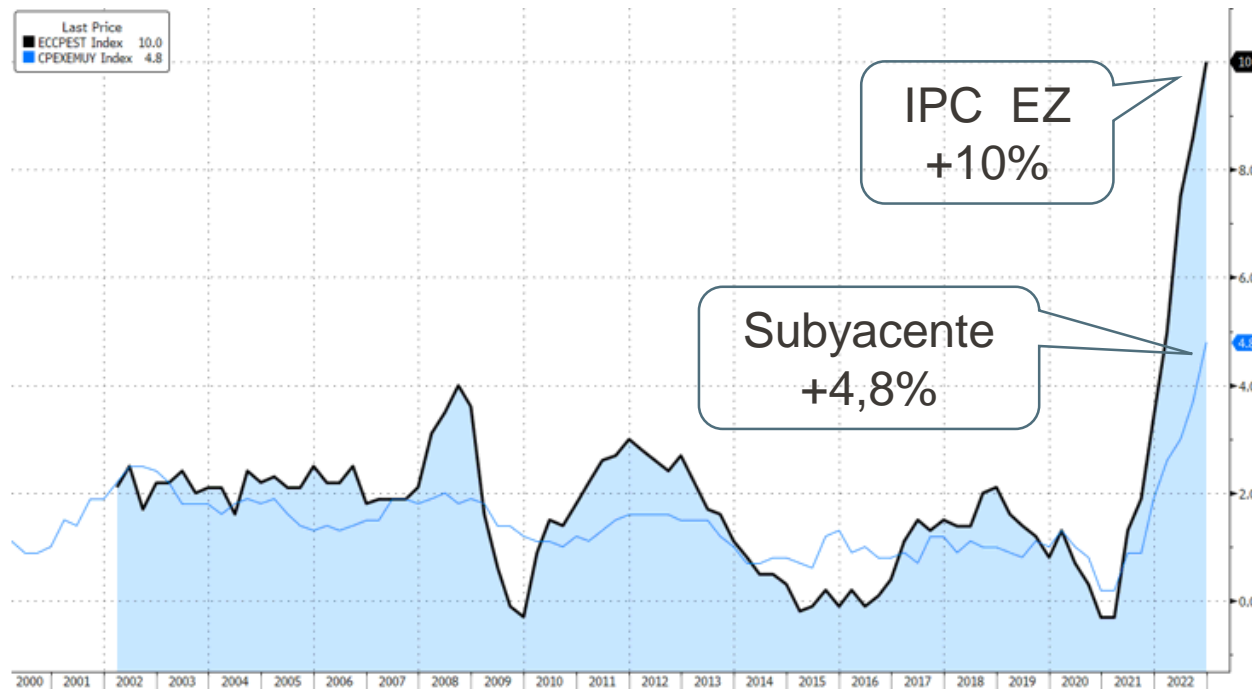
Inflación

Últimos datos en la Eurozona

La inflación continúa disparada en la Eurozona y aún no ha dado el menor síntoma de relajación. Efecto base muy potente a partir de noviembre.

IPC general y subyacente de la Eurozona

Fuente: Bloomberg 07/10/2022



- La Eurozona no ha visto ceder la tasa de inflación desde que comenzó el actual repunte de precios en 2021.
- Más afectada por la crisis energética que países como EE.UU., tiene un mayor reto por delante.
- La demanda no se ha visto excesivamente incrementada y las presiones salariales en absoluto son comparables a la de EE.UU..
- Se trata por tanto la europea, de una inflación menos estructural que la de EE.UU. y se explica con mayor claridad por el lado de la oferta.
- Aún pensando que la actual crisis energética se alargará en el tiempo e irá más allá de un invierno, el efecto base será favorable pronto y como argumentamos en la siguientes páginas, esperamos una fuerte caída tanto de la tasa general como de la subyacente en los próximos dos trimestres.

Inflación

Expectativas siguen ancladas

Las expectativas de inflación siguen ancladas y a la baja desde el mes de marzo. Creemos que se han dejado atrás las inflaciones del 1%-2% para pasar al 2-3% de forma estructural

Inflación implícita en los bonos ligados a la inflación del gobierno de EE.UU.

Fuente: Bloomberg, 7 de octubre de 2022



- Ya desde el mes de marzo, cuando comenzaron a ajustarse a la baja las previsiones de crecimiento y a intensificarse los miedos de recesión, las expectativas de inflación comenzaron a corregir.
- Tras haber alcanzado el +5% en marzo, la inflación esperada a 2 años, implícita en los bonos ligados a la inflación en EE.UU. a ese plazo, ha caído hasta niveles cercanos al 2,5%.
- El movimiento de las expectativas de inflación a plazos más largos ha sido consistente con el anterior y hoy, se espera un +2,25% de inflación en EE.UU. para los próximos 10 años.

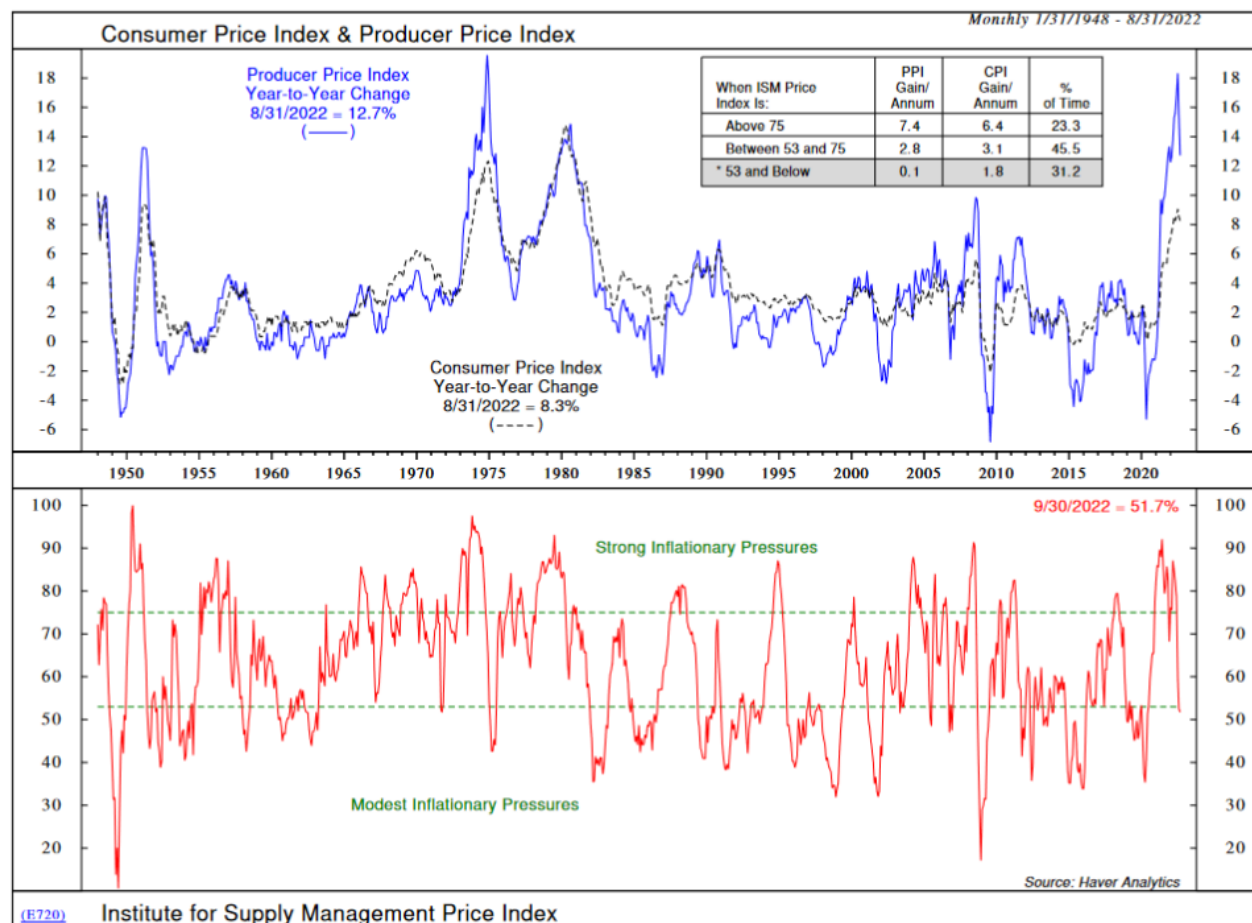
Síntomas de pico de inflación

Índice de precios ISM cayendo

El índice de precios de producción ya ha empezado a caer con fuerza, lo que debería arrastrar pronto los precios al consumo.

IPC (negro) y índice de precios de producción del ISM (azul)

Fuente: Ned Davis Research



- Como se muestra en el gráfico anterior, parece que la inflación ya ha hecho pico en EE.UU. según el último PPI e IPC.
- El índice de precios de producción ISM (Institute for Supply Management) ha caído con fuerza, aunque se sitúa aún en niveles extraordinariamente altos (+12,7%).
- Esa caída debería reflejarse pronto en los precios al consumo, el IPC.
- El modelo de Ned Davis Research de esta página, muestra presiones inflacionista modestas.

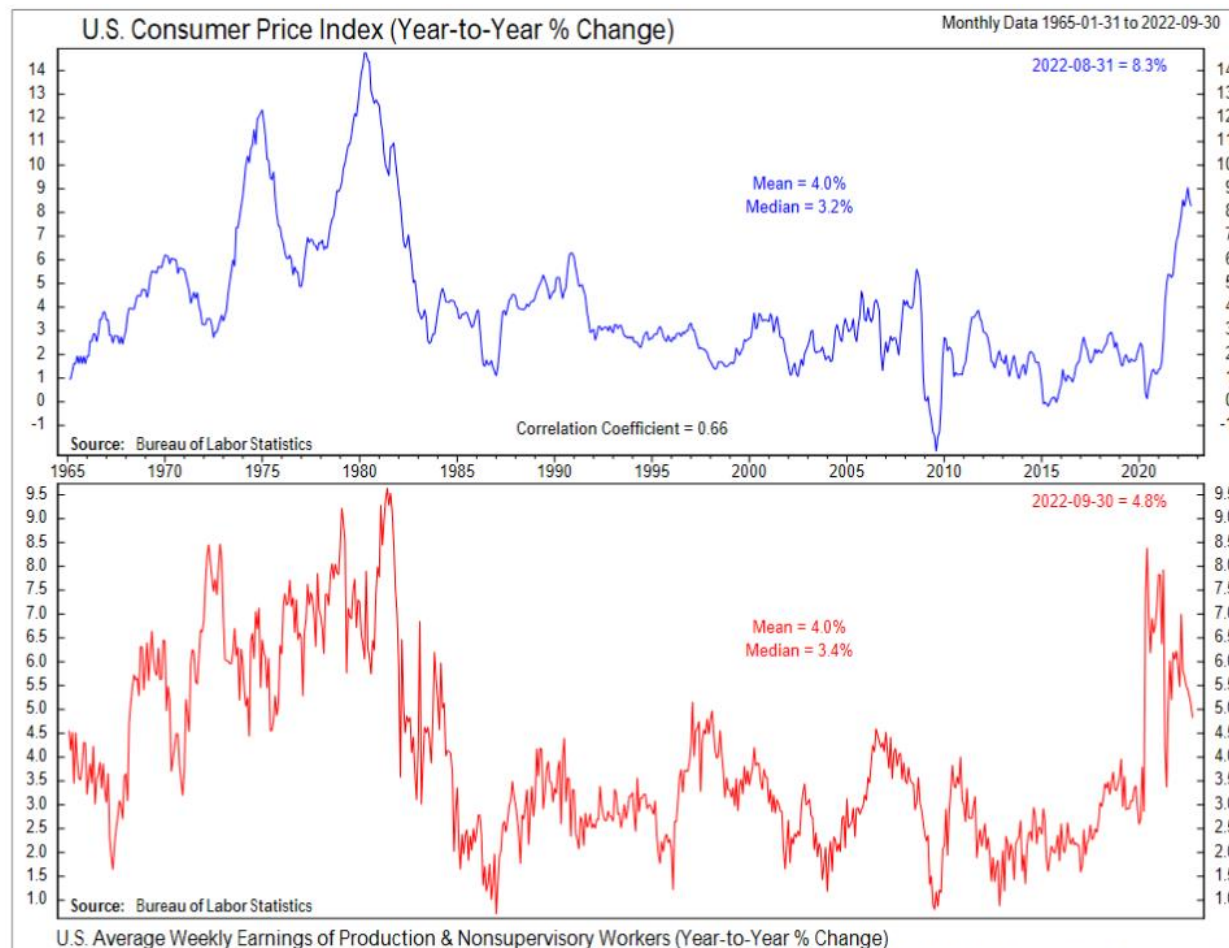
Síntomas de pico de inflación

Salarios cayendo en términos reales

En términos reales, los salarios están cayendo. Incompatible con mayor inflación

IPC e Ingresos semanales medios de EE.UU.

Fuente: Ned Davis Research



- La inflación es definitivamente estructural y permanente cuando alcanza a los salarios.
- El gráfico de esta página muestra que las presiones salariales en EE.UU. siguen siendo fuertes, pero los salarios han pasado de crecer al 8,5% a hacerlo "sólo" al 4,8%.
- Los ingresos semanales medios en EE.UU. han promediado el mismo crecimiento que el IPC desde 1965. Pero ahora los salarios están 3,4 puntos porcentuales por debajo del IPC. Los trabajadores estadounidenses están perdiendo poder adquisitivo, lo que baja las presiones inflacionistas.
- Más relevante que el nivel, es la tendencia. La correlación entre IPC y salarios, que ha sido históricamente muy alta, se ha roto en los últimos meses, con un IPC aún muy cerca de máximos, a pesar de la desaceleración de los salarios.

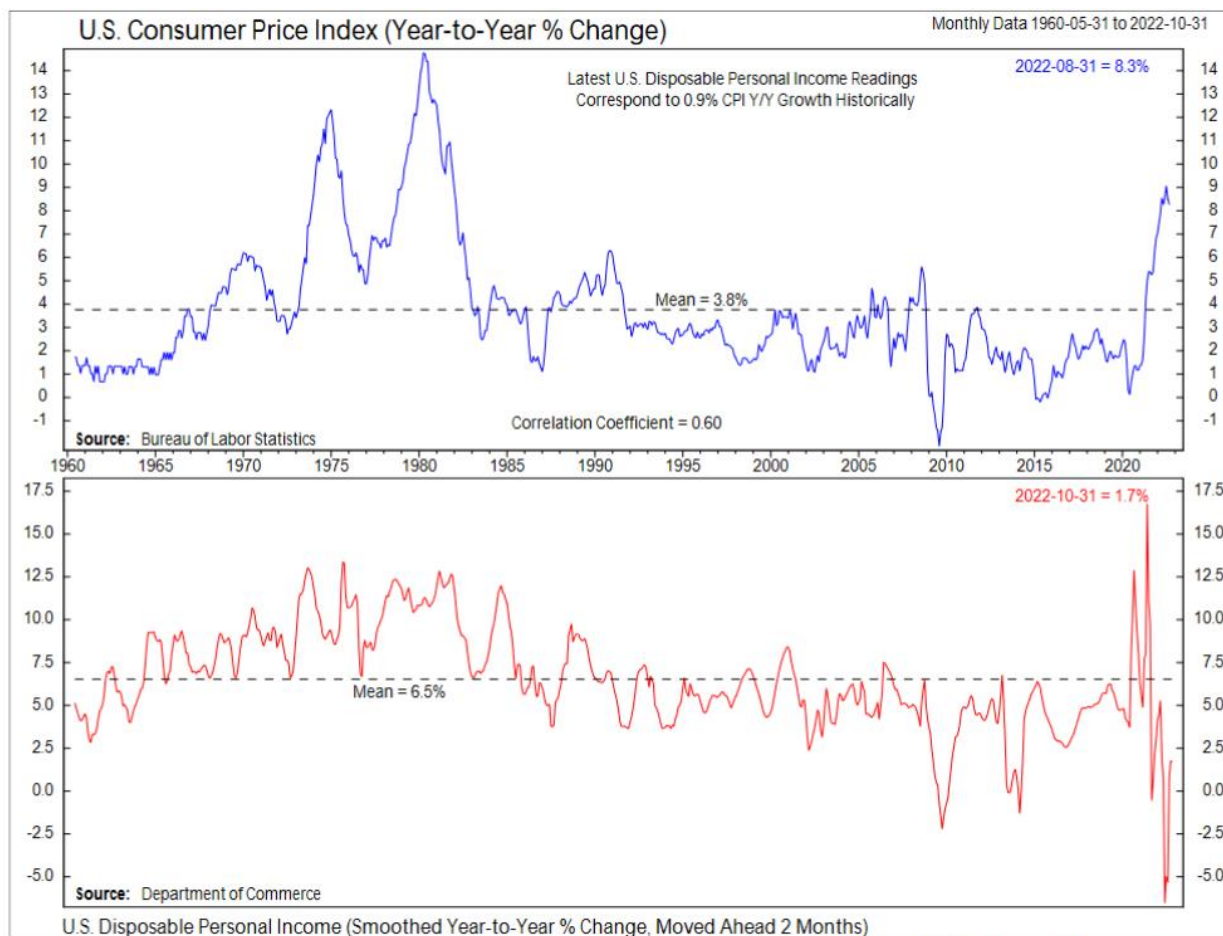
Síntomas de pico de inflación

Los ingresos disponibles no crecen

Crecimiento de ingresos actual consistente con un crecimiento del IPC de sólo 1,5%

IPC e Ingresos personales disponibles (crecimiento interanual)

Fuente: Ned Davis Research



- La contracción de los salarios en términos reales ha generado un problema al consumidor.
- El crecimiento de los ingresos disponibles es muy bajo e incluso ha ofrecido recientemente alguna lectura negativa.
- Si la inflación es demasiado dinero persiguiendo muy pocos bienes, el "dinero" (crecimiento del ingreso personal disponible) ha sido muy bajo con sólo 2.8%, consistente históricamente con sólo un 1,5% de crecimiento del IPC.

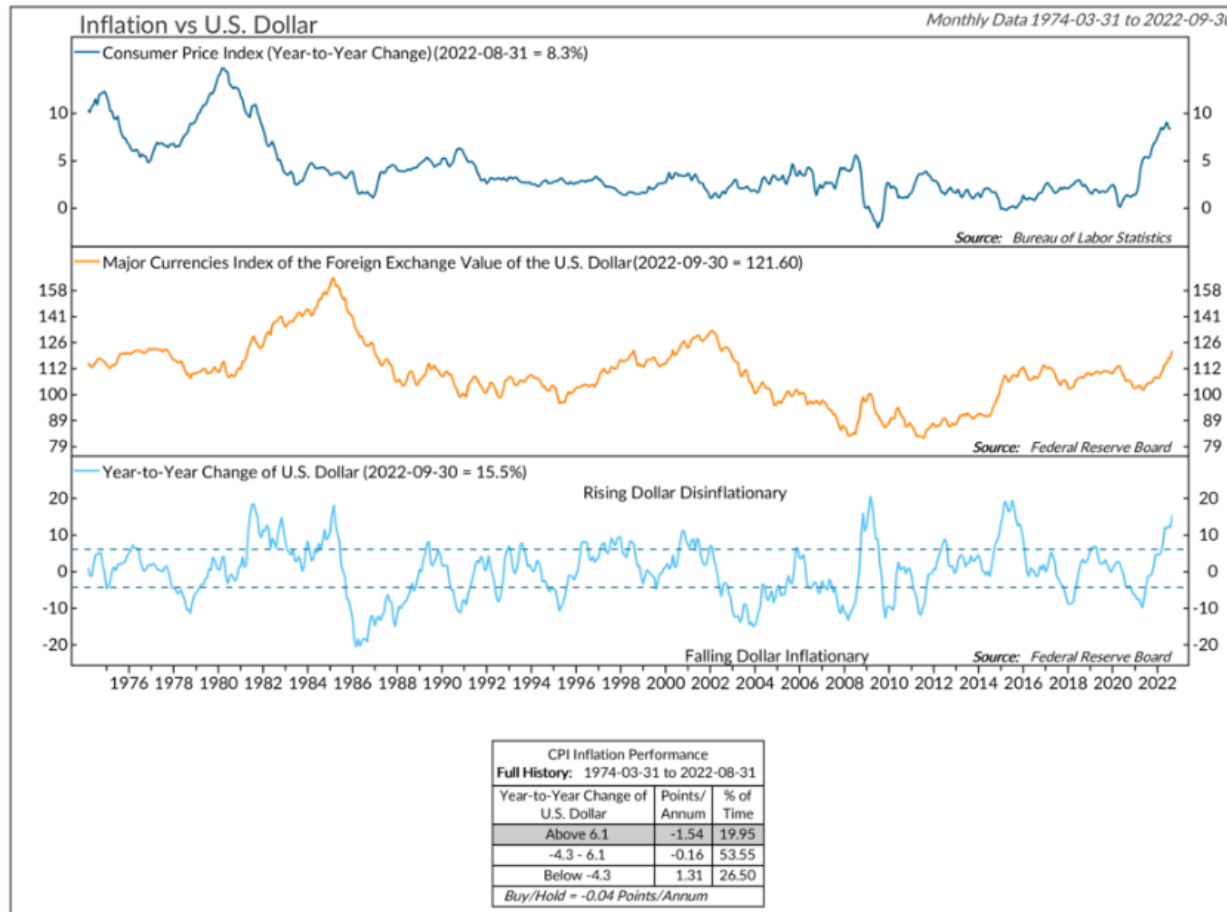
Síntomas de pico de inflación

La fortaleza del dólar es des-inflacionista

Un dólar fuerte hace a EE.UU. exportar inflación al resto del mundo

IPC e vs. dólar

Fuente: Ned Davis Research



- La fortaleza del dólar ha continuado, lo que es consistente con un IPC a la baja.
- Un dólar fuerte implica exportación de inflación desde EE.UU. al resto del mundo, por lo que el efecto en el IPC global quedaría parcialmente neutralizado.
- En cualquier caso, la Reserva Federal marca la pauta en política monetaria.

Síntomas de pico de inflación

Cadenas de suministro normalizando

El aspecto diferencial de la inflación en este ciclo, es el hecho de estar explicada por las interrupciones en las cadenas de suministro. La demanda también ha sido inflacionista, pero estamos ante una inflación originada fundamentalmente en el lado de la oferta.

Monitor de las cadenas de suministro globales

Fuente: Ned Davis Research

Global Europe Asia U.S. Green = Improving, Red = Worsening (Download Global Chart Bundle)						
Title	Value	Units	Monthly % Change	Quarterly % Change	Year-to-Year % Change	Date
Global Supply Chain Pressure Index ¹	-1.6 1.1 4.3	Index	-1.5 -0.5 1.4	-2.7 -1.3 3.1	-2.2 -2.2 3.7	2022-09-30
Manufacturing PMI Suppliers' Delivery Times ¹	56.7 45.7 34.7	Index	4.4 0.9 -6.8	9.2 3.5 -11.6	11.2 9.2 -13.0	2022-09-30
Manufacturing PMI Backlogs of Work ¹	28.1 49.0 57.0	Index	-6.6 -0.2 4.5	-11.3 -1.0 11.5	-18.6 -6.6 21.0	2022-09-30
Manufacturing PMI Stock of Purchases ¹	40.4 50.3 52.7	Index	-3.8 -1.2 3.5	-6.1 -1.3 6.7	-8.4 -0.5 9.7	2022-09-30
Manufacturing PMI Input Prices ¹	30.4 61.2 78.3	Index	-12.5 0.1 6.7	-35.2 -7.5 15.3	-39.6 -10.0 33.6	2022-09-30
Manufacturing Suppliers' Delivery Time Breadth ¹	100.0 12.5 0.0	%	100.0 -5.1 -100.0	100.0 -2.2 -100.0	100.0 6.6 -100.0	2022-09-30
Baltic Dry Index ²	290.0 1,992.0 11,793.0	Index	-73.0 69.1 255.4	-89.9 -3.9 301.3	-93.4 -64.7 688.7	2022-10-06
Contex ²	237.0 1,423.0 3,578.0	Index	-47.9 -47.9 43.4	-57.3 -57.3 107.9	-73.2 -55.9 668.6	2022-10-06
Drewry WCI Composite Container Freight Benchmark ²	658.2 3,688.8 10,377.2	USD/FEU	-41.9 -31.4 82.3	-47.7 -47.7 107.8	-63.6 -63.6 367.8	2022-10-07
Inbound Price Index for International Air Freight ²	123.2 238.8 296.2	Index	-9.9 -0.9 23.6	13.0 -11.9 48.0	-19.3 -3.7 47.2	2022-08-31
Outbound Price Index for International Air Freight ²	111.0 221.3 241.3	Index	-37.8 1.8 63.6	-16.9 0.7 61.7	-25.8 -8.3 60.6	2022-08-31

- Las cadenas de suministro aún no funcionan con total normalidad, pero ya hay evidencias de mejora en muchos de los indicadores que utilizamos para medir su actividad.
- El proceso de normalización se está alargando, de shock en shock y la mejora está siendo lenta, pero firme ya desde hace varios trimestres.

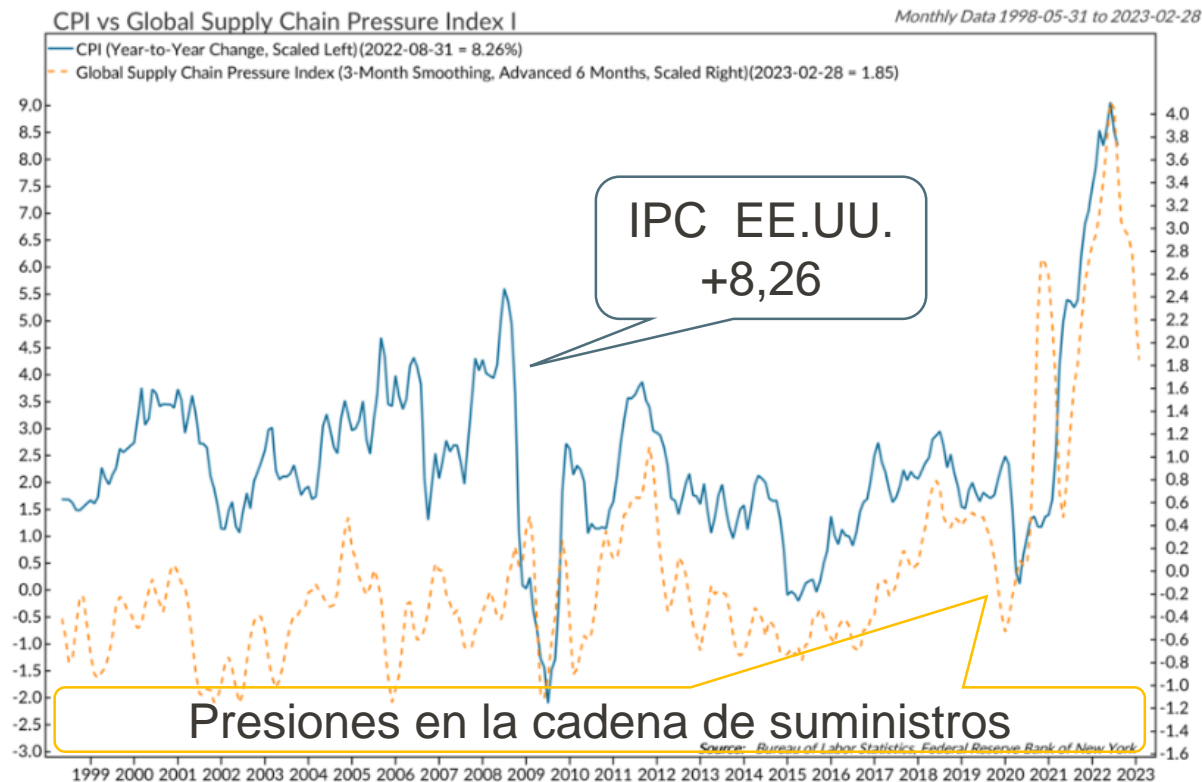
Síntomas de pico de inflación

Cadenas de suministro normalizando

La inflación que proviene de las restricciones de oferta, pronto se reducirá

IPC de EE.UU. vs. Índice de presión en las cadenas de suministro

Fuente: Ned Davis Research



- La presión en las cadenas de suministro globales ha caído con fuerza, lo que sugiere que el IPC debería seguir esa misma tendencia.
- La inflación que proviene de las restricciones de oferta, pronto se reducirá...
- ... pero no seamos complacientes, porque especialmente en EE.UU., la inflación ya tiene también un componente de fortaleza de la demanda.

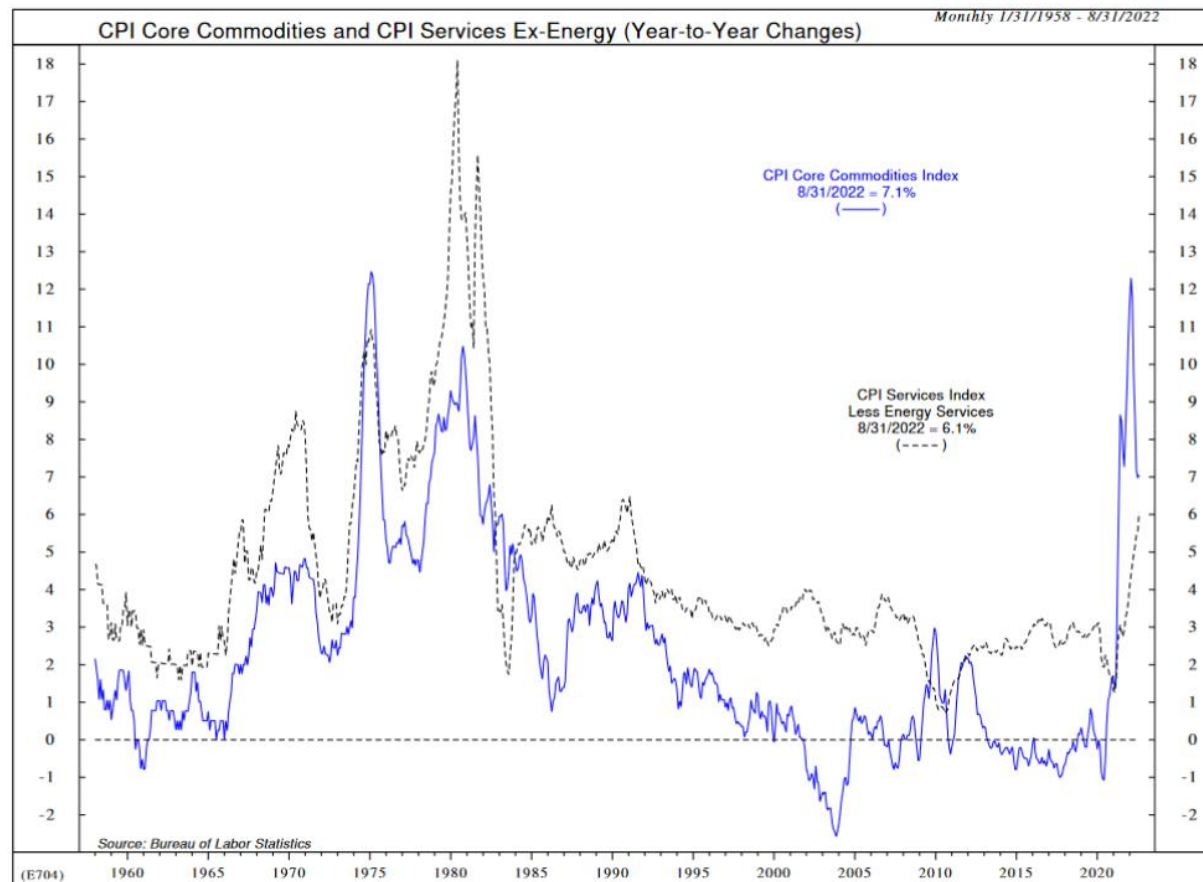
Síntomas de pico de inflación

Materias primas menos inflacionistas

Las materias primas, que han sido el principal componente de la inflación, comienzan a desacelerar en general, con caída significativas de precio en algunos casos

IPC de materias prima (azul) y de servicios ex-energía (negro)

Fuente: Ned Davis Research



- La inflación de servicios se ha disparado hasta el 6% y sigue en niveles máximos, muy afectada por el incremento de los costes salariales y aún cierta demanda acumulada tras la apertura económica pos pandemia.
- La inflación que viene de las materias primas, ha tenido una evolución muy diferente, habiendo alcanzado tasas interanuales superiores al 12%, para hoy ya situarse en el 7,1%.
- La crisis energética tardará algún tiempo en resolverse y las materias primas seguirán con precios altos en el medio plazo, pero el efecto base tendrá un fuerte impacto en las lecturas de inflación.
- Algunas materias primas han caído ya con fuerza desde sus niveles máximos, con el índice diversificado de Bloomberg subiendo un 10% en el período de 12 meses que termina el 30 de septiembre, frente al 25% de revalorización en 12 meses que acumulaba en junio o el +50% que acumulaba a cierre del 1T22.

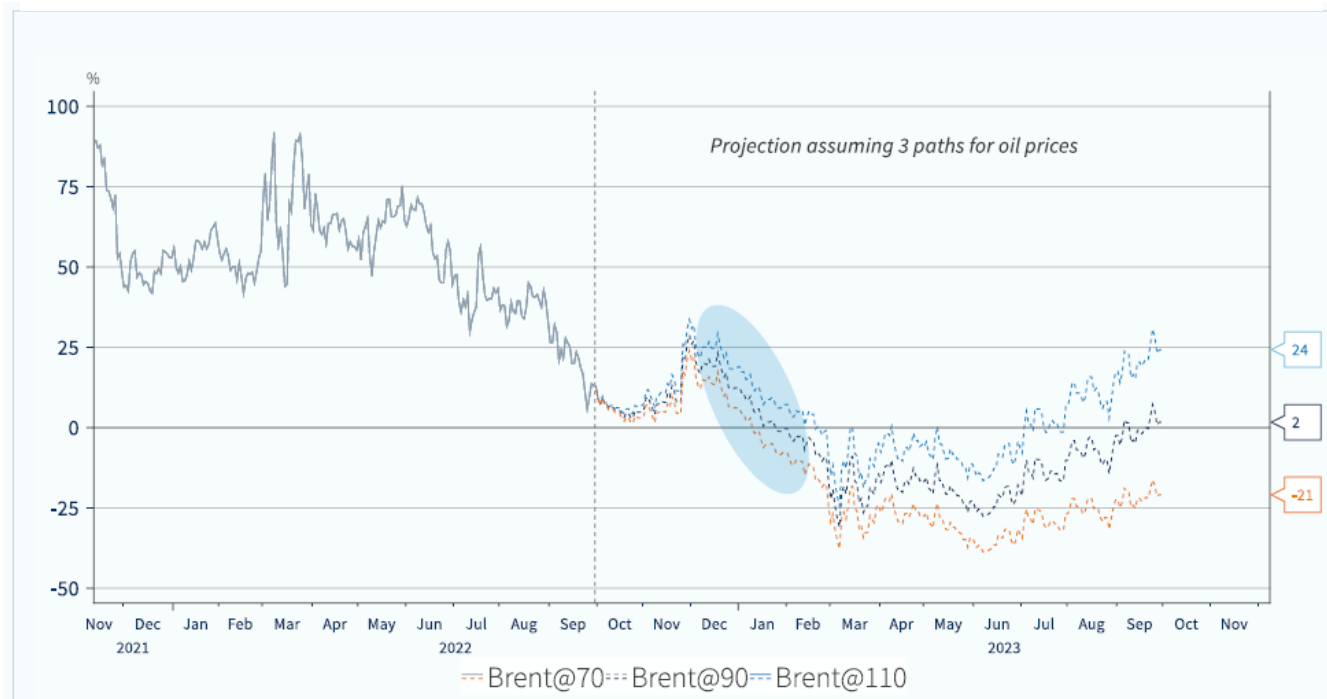
Síntomas de pico de inflación

El efecto base del precio del petróleo

La energía contribuirá a ser des-inflacionista desde principios de 2023

Variación en 12 meses de los precios del barril de petróleo Brent (%)

Fuente: Kepler Cheuvreux



El gráfico de esta página muestra la evolución de la variación a 12 meses del precio del barril de Brent.

A partir del mes de noviembre, comenzamos a comparar meses de energía cara con meses de energía cara y esto resultará des inflacionista desde principios de 2023, incluso en el escenario más conservador, con el petróleo a \$110.

No esperamos fuertes caídas por debajo de los \$80 dólares, pero el mero hecho de que el principal componente de la inflación (especialmente en Europa), pase a ser des inflacionista, será una buena noticia.

Síntomas de pico de inflación

Presión en precios del sector inmobiliario de EE.UU.

El componente de vivienda en el IPC de EE.UU. es enorme. Hogar pesa el 33% de la cesta del IPC y es razonable esperar el desacelere desde los niveles actuales.

IPC EE.UU., Housing, Shelter

Fuente: Kepler Cheuvreux



- Las ventas de vivienda en EE.UU. han caído prácticamente un 20% interanual en el mes de septiembre y los inventarios de vivienda disponible han aumentado.

- La combinación de la fuerte subida de los tipos hipotecarios y la fuerte subida de los precios del mercado inmobiliario en EE.UU. no es sostenible.

- El esfuerzo necesario para la compra de vivienda ha subido en exceso y el siguiente paso, será la caída del precio de la vivienda en EE.UU., con un impacto desinflationista muy relevante.

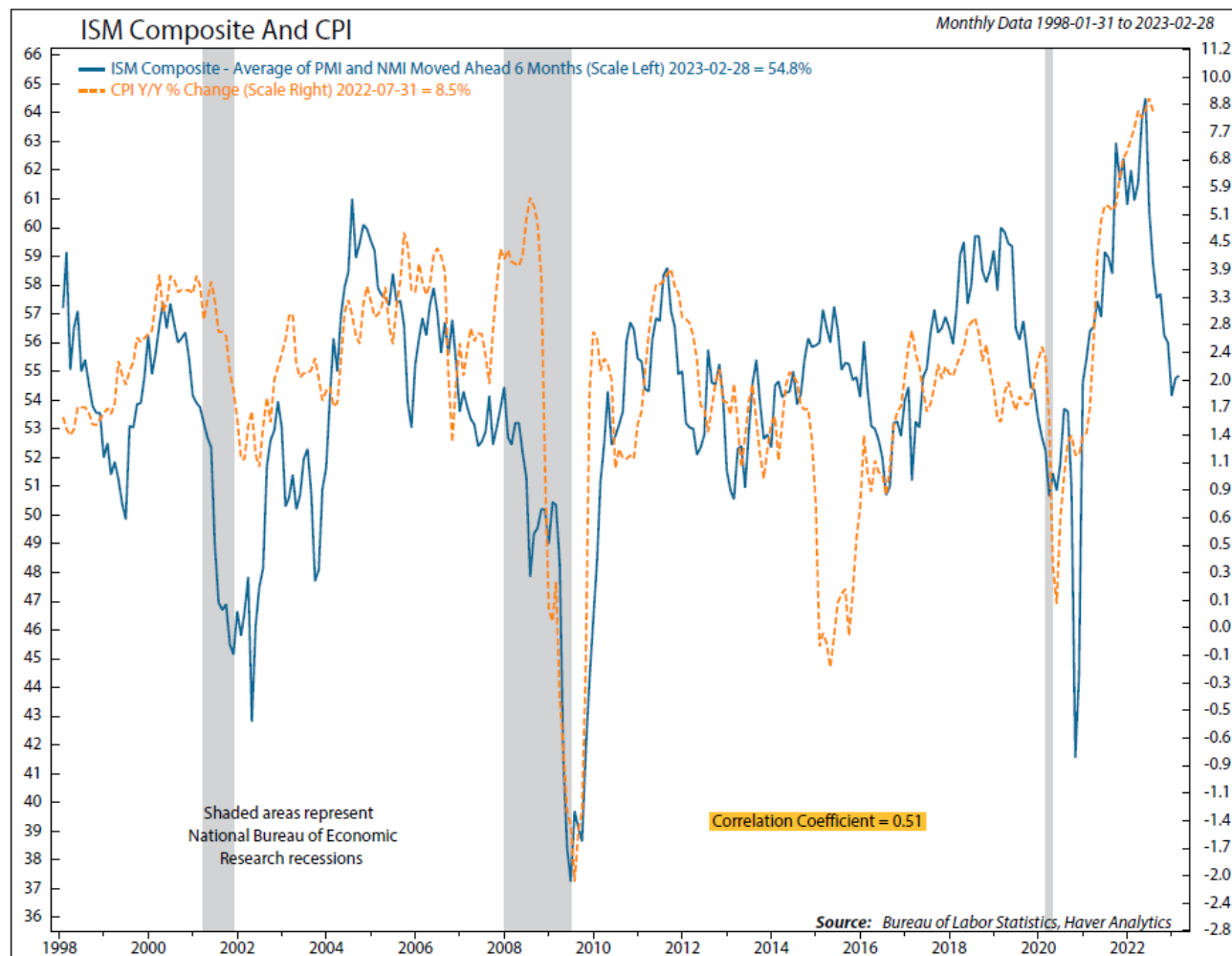
Síntomas de pico de inflación

Las recesiones matan la inflación

Las recesiones matan la inflación...6 meses después

Evolución del ISM compuesto (desplazado 6 meses) e IPC

Fuente: Ned Davis Research



- Las recesiones matan la inflación, pero como muestra el gráfico de esta página, lo hacen 6 meses después.
- El ISM ya se sitúa por debajo del nivel de 50 y el IPC aún apenas ha comenzado a corregir.
- La economía de EE.UU. ya se contrajo en el primer y en el segundo trimestre, por lo que los 6 meses que suele haber de diferencia entre la caída de la economía y la inflación, ya han pasado.



4. Capitulación muy avanzada

Mercado haciendo suelo, sin visibilidad de c/p

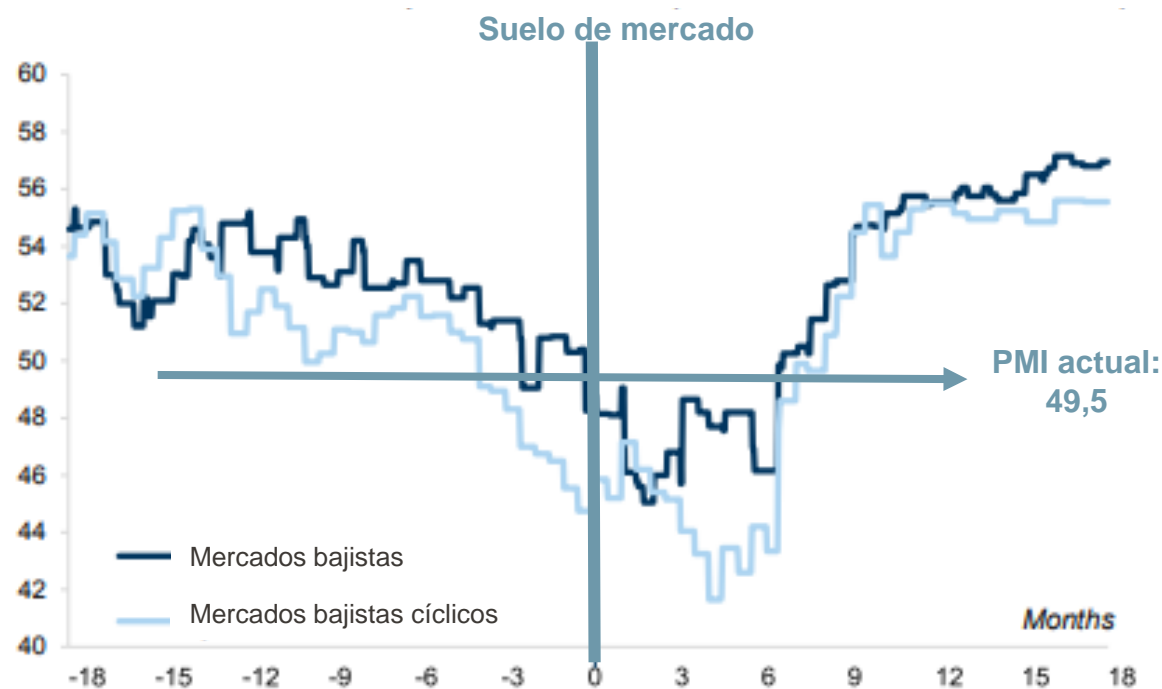
Capitulación muy avanzada

Las bolsas hacen suelo antes que la economía

Las bolsas son un mecanismo de descuento de flujos de caja futuros. Suelen rebotar en la recesión o incluso antes de la recesión. Hacen suelo antes que la economía.

El mercado hace suelo antes que la economía (PMI)

Tiempo 0 = mínimo de mercado, tiempo en meses (mercados bajistas desde 1957)



Fuente: Goldman Sachs

- En los mercados bajistas cíclicos, los índices de gestores de compras (PMI) típicamente alcanzan niveles mínimos en 40-44.
- Sin embargo, las bolsas hacen suelo antes que la economía y en general, tan pronto los PMI pierden su nivel neutral de 50. Poco después de recoger los PMIS, la contracción de la actividad económica, las bolsas la ponen en precio.
- En otras palabras, los mercados alcistas no terminan, sino que empiezan con las recesiones.
- Lo anterior corresponde con nuestro escenario de capitulación muy avanzada, con volatilidad aún presente y quizás cierto deterioro adicional durante el invierno, con los PMIS que ya están por debajo de 50, ahondando en el terreno de la contracción.
- Si eso coincidiera el pico de inflación, podrían ser muy buenas noticias de cara a final de año.

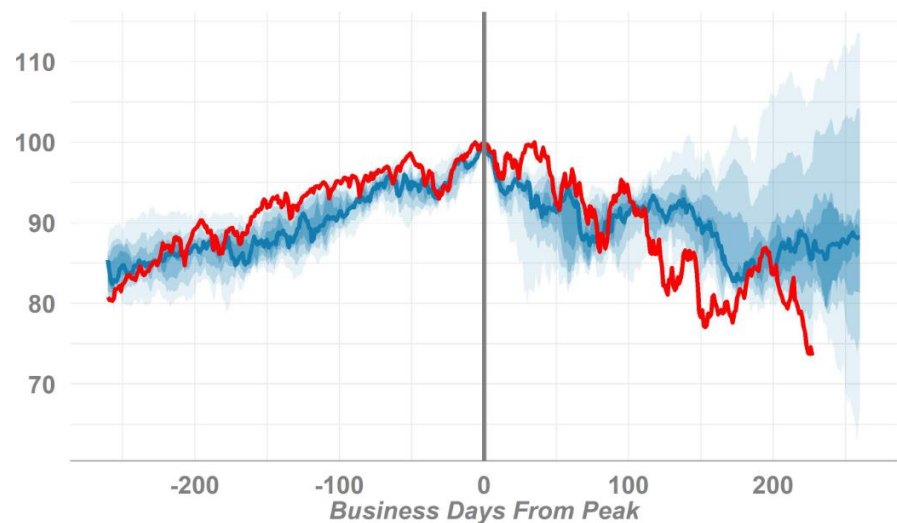
Capitulación muy avanzada

Caídas actuales en su contexto histórico

Las fuertes caídas que acumulan las bolsas no son ni mucho menos tan excepcionales como las subidas de tipos de interés (caídas en precio de los bonos) vividas.

Evolución del actual mercado bajista bursátil frente a los anteriores - MCI ACWI

Fuente: Morgan Stanley Research

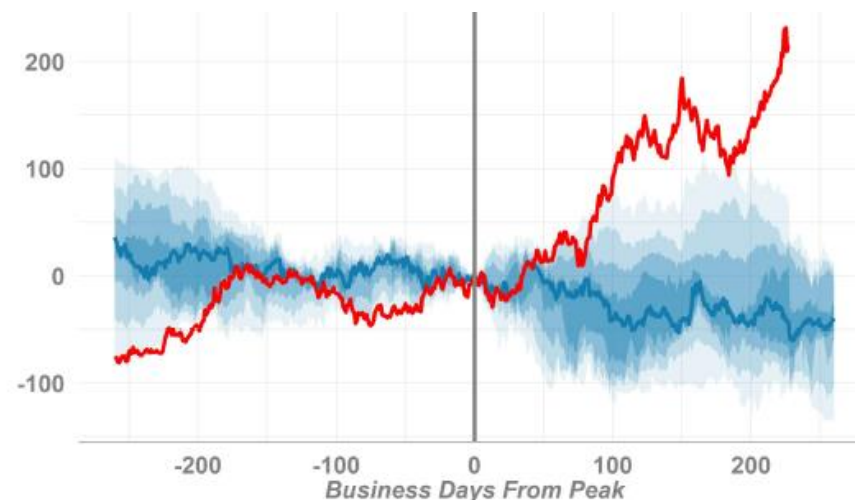


El índice mundial de acciones acumula una caída entorno al -25% desde máximos, habiendo pasado ya más de 200 días entonces.

Se trata de una caída fuerte, pero no excepcional en términos históricos. La bolsa puede caer un 25%.

Evolución del actual ciclo de subida de tipos frente a ciclo de subidas anteriores (10 años EE.UU.)

Fuente: Morgan Stanley Research



El repunte experimentado por los tipos a 10 años de EE.UU., que es la referencia global del mercado de bonos, no tiene precedente en su magnitud ni virulencia...

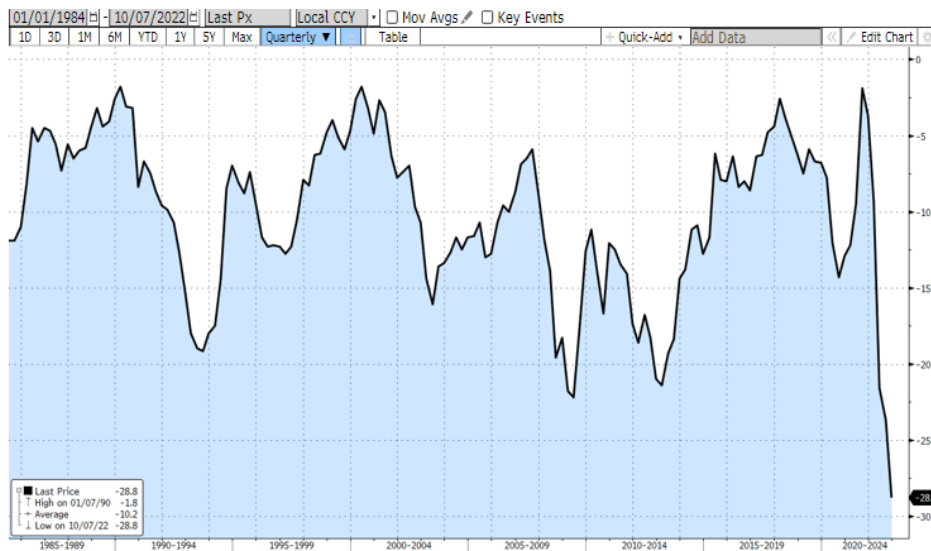
... y ya parece difícil que no se convierta en el más largo jamás registrado.

Capitulación muy avanzada. Confianza del consumidor en la Eurozona

La confianza del consumidor de la Eurozona se sitúa muy por debajo de los anteriores niveles mínimos históricos.

Índice de confianza del consumidor de la Comisión Europea

Fuente: Bloomberg



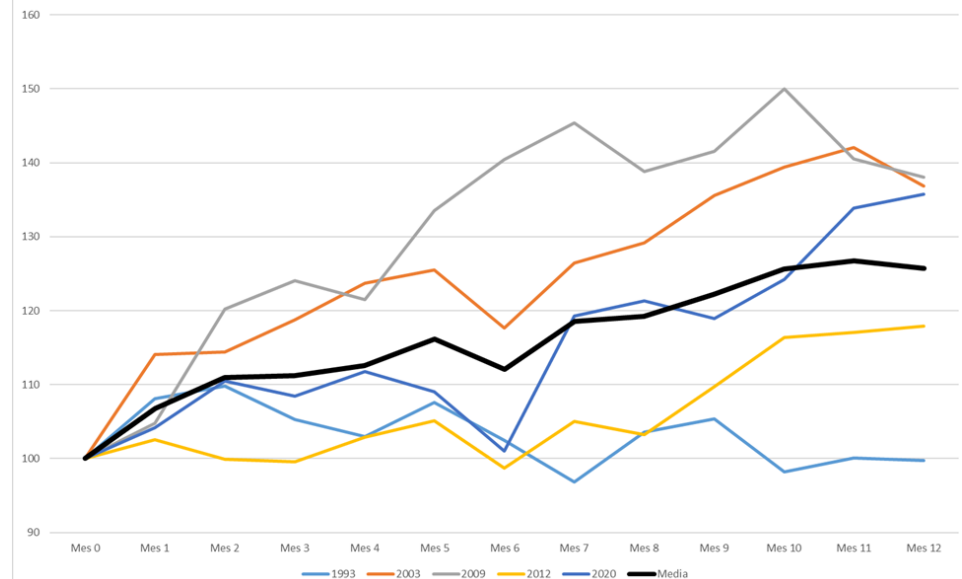
Lo niveles actuales del índice de confianza del consumidor de la Comisión Europea están muy por debajo de los mínimos históricos anteriores. No sabemos dónde hará suelo, pero la capitulación está muy avanzada

Comprando bolsa en el mínimo de confianza del consumidor, las rentabilidades posteriores han sido excelentes en la mayoría de las ocasiones.

Evolución de la bolsa europea (Eurostoxx 50) desde los mínimos de confianza del consumidor

Fuente: Elaboración propia

Fecha	Confianza Consumidor	R 3m	R 6m	R 1y
30/11/1993	-19,2	5,26%	2,45%	-0,22%
31/03/2003	-16,2	18,79%	17,63%	36,85%
28/02/2009	-22,4	24,04%	40,43%	38,06%
31/12/2012	-21,5	-0,45%	-1,26%	17,95%
30/04/2020	-24,5	8,42%	1,03%	35,75%



Capitulación muy avanzada. Confianza del consumidor en la EE.UU.

La confianza del consumidor de EE.UU. hizo mínimos históricos en junio y ha rebotado algo desde entonces.

Índice de confianza del consumidor de la universidad de Michigan

Fuente: Bloomberg



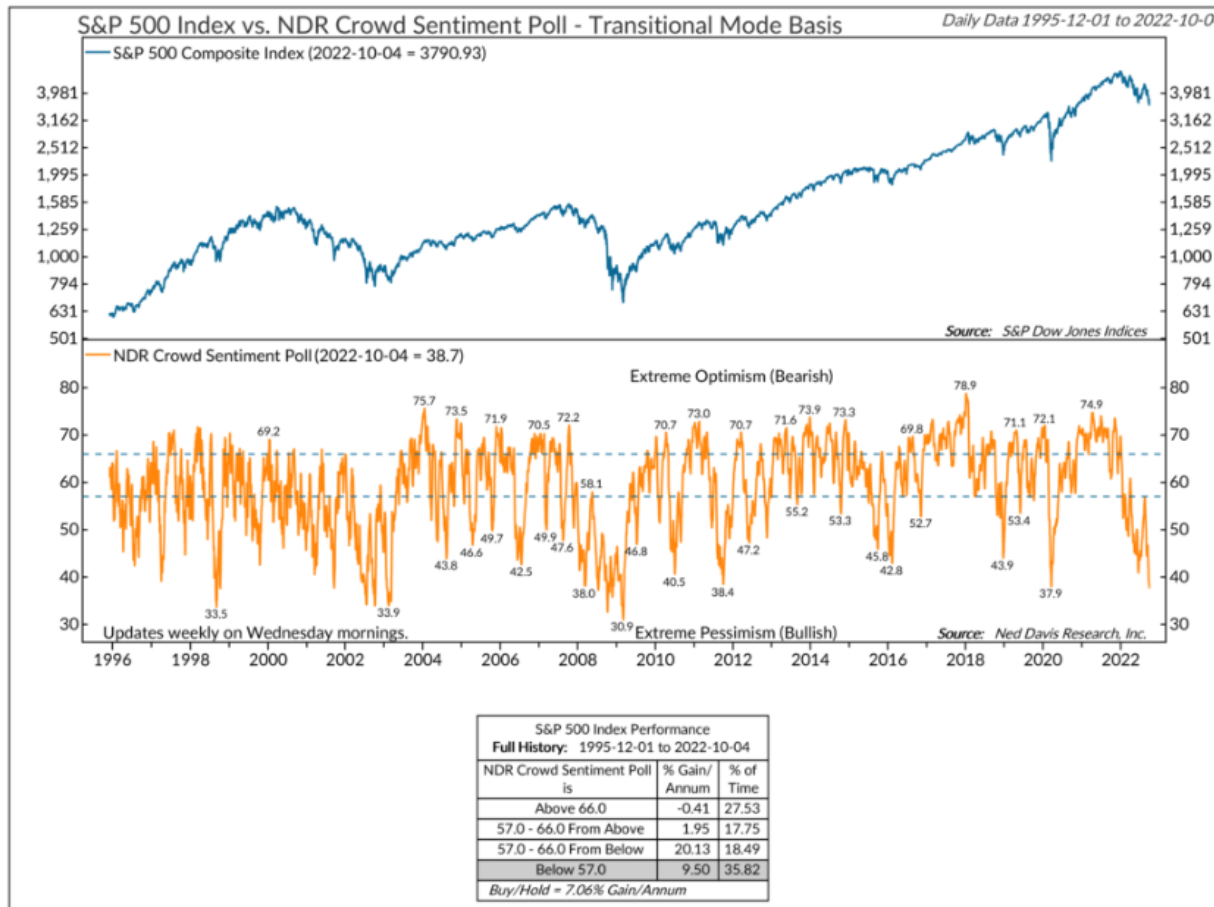
- El índice de confianza al consumidor de la Universidad de Michigan se situó en el mes de junio en los niveles más bajos desde que se recogen datos, en 1977, para rebotar en sus lecturas posteriores.
- Esta baja confianza del consumidor suele ser buen indicador adelantado del consumo, pero no de las bolsas, donde es más un indicador contrario y la tendencia, tiene gran relevancia. Es pronto para sacar conclusiones, pero el rebote desde esos niveles encaja con la capitulación que argumentamos.
- Esta confianza del consumidor pensamos que está muy relacionada con la inflación e igual que ocurre hoy en otros frentes, sólo cuando exista al menos la certeza de haber visto pico de inflación, la confianza podrá ser reestablecida.

Capitulación muy avanzada. Sentimiento de multitud en extremo pesimismo

Algunos indicadores de sentimiento llevan 5 meses ofreciendo lecturas de pesimismo extremo, lo que resulta muy excepcional

Indicador de sentimiento de multitud de NDR

Fuente: Ned Davis Research



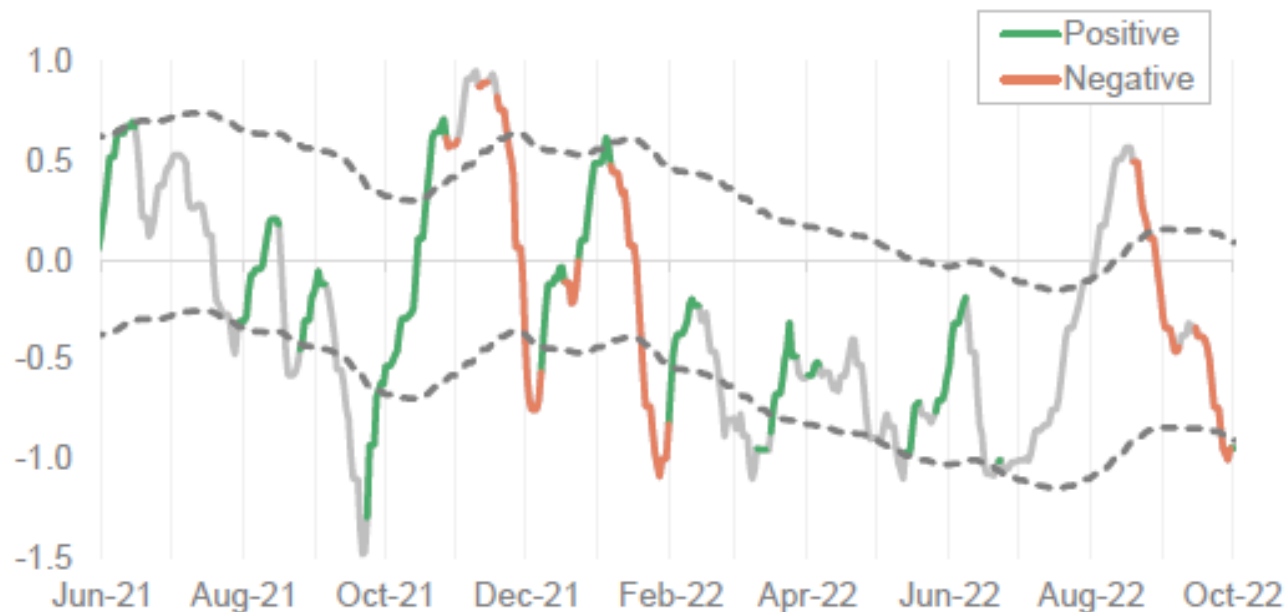
Las señales de compra contrarias del modelo de esta página, se generan cuando el indicador cae por debajo de 55,5 (pesimismo extremo) y recupera 10 puntos porcentuales.

Capitulación muy avanzada. Sentimiento de mercado da señal positiva

El indicador de sentimiento de mercado de Morgan Stanley ha dado recientemente una señal de compra para la bolsa, por haber alcanzado un nivel de pesimismo muy extremo

Indicador de sentimiento de mercado de Morgan Stanley

Fuente: Morgan Stanley Research



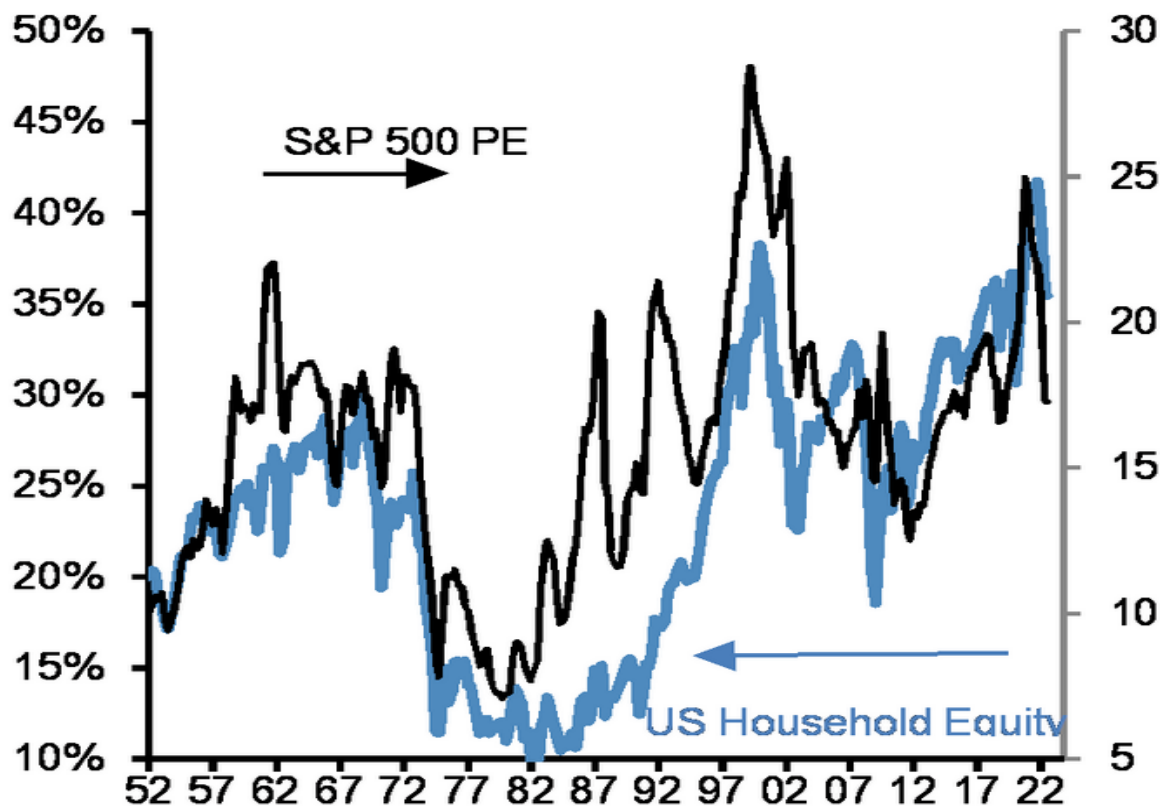
- El indicador de Morgan Stanley de sentimiento de mercado que mostramos en esta página, agrega datos de encuestas, posicionamiento, volatilidad y *momentum* para cuantificar el estrés y el sentimiento del mercado.
- Su valor predictivo para los rendimientos futuros, es más fuerte en niveles extremos y resultan relevantes tanto el nivel, como la tendencia
- Se trata de un indicador principalmente táctico.

Capitulación muy avanzada. Posicionamiento del inversor minorista

La exposición de los hogares a renta variable se ha reducido a niveles pre pandemia.
¿Será el nivel neutral inferior post represión financiera?

Valoración del S&P 500 (eje dcho y línea negra) y exposición de los hogares a renta variable (eje izqdo y línea azul).

Fuente: JP Morgan Research



- El sector de los hogares de EE. UU. parece haber regresado a los niveles de 2018 en términos de exposición a renta variable o apalancamiento, dejando atrás lo excesos post pandemia.

- Esta es otra indicación de cuánto se ha reducido el posicionamiento de los inversores de renta variable este año, limitando así cualquier caída del mercado de renta variable a partir de aquí.

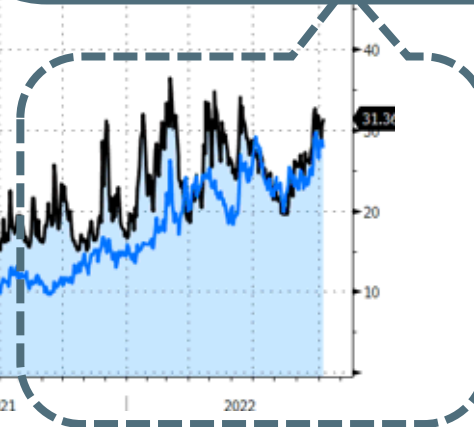
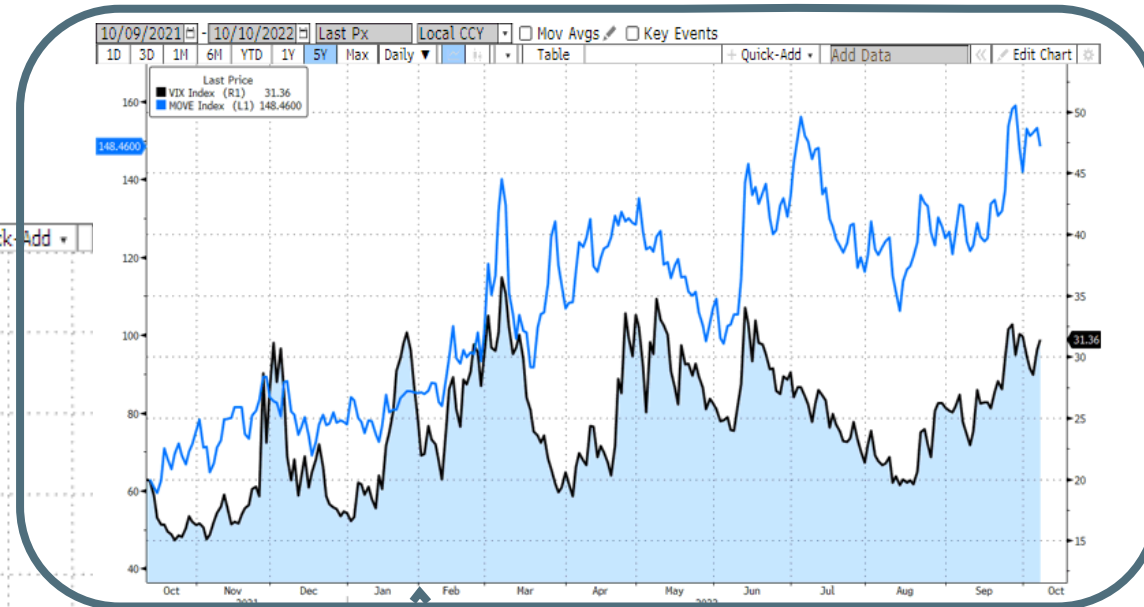
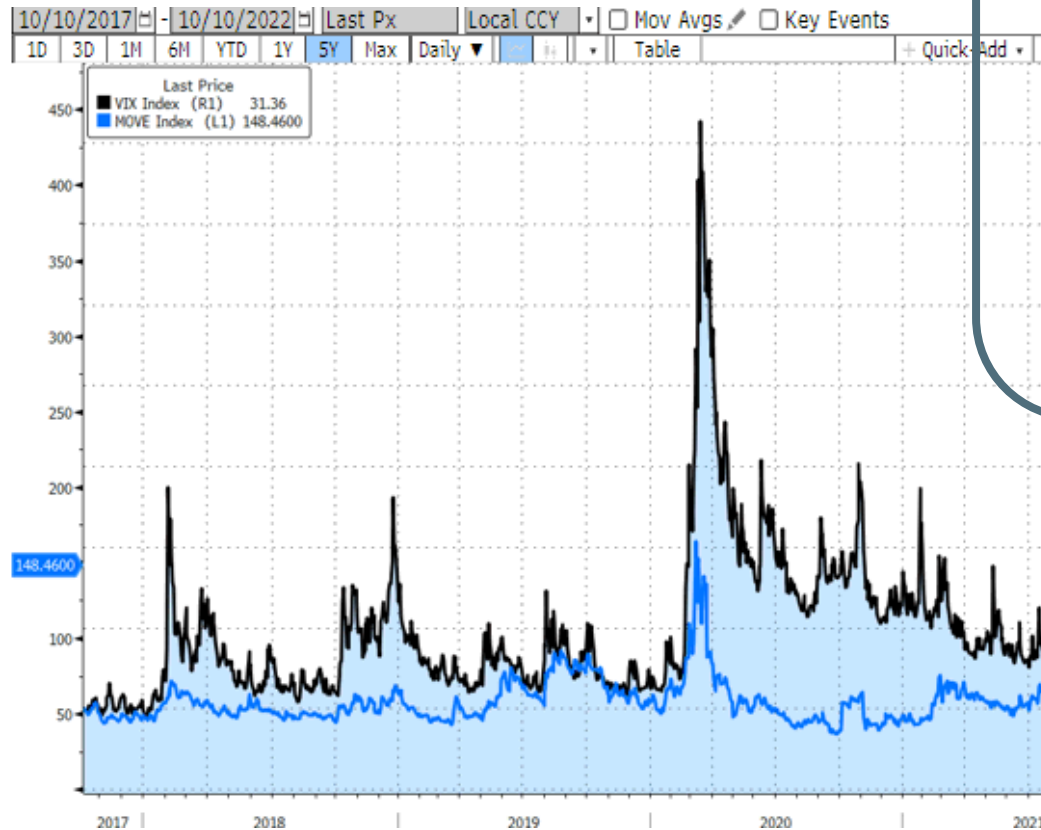
- Los mercados de renta fija y renta variable parecen continuar en gran medida atravesando el pico de la volatilidad de la inflación, con una prima de riesgo de volatilidad de la inflación moderadamente más alta en los mercados de renta fija que en la renta variable.

Capitulación muy avanzada. Volatilidades altas, extremas en bonos

La volatilidad alta ha sido la de los bonos. Seguirá alta en todos los activos.

VIX (Volatilidad de la bolsa, en negro y eje dcho) y MOVE (volatilidad de los bonos en azul y eje izqdo)

Fuente: Bloomberg a 10 de octubre de 2022

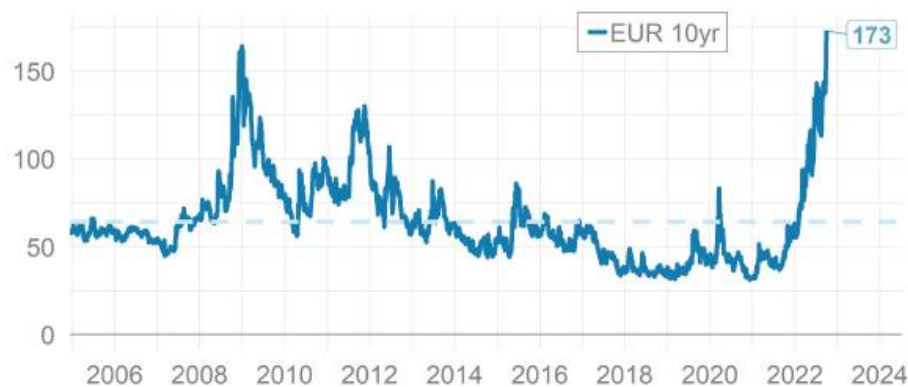


Capitulación muy avanzada. ¿Pico de volatilidad en bonos?

La inestabilidad del mercado de bonos ha tenido un impacto directo sobre la bolsa. Menor volatilidad en la renta fija daría estabilidad también a la renta variable.

Volatilidad de los tipos a 10 años en EUR (p.b.)

Fuente: Morgan Stanley Research

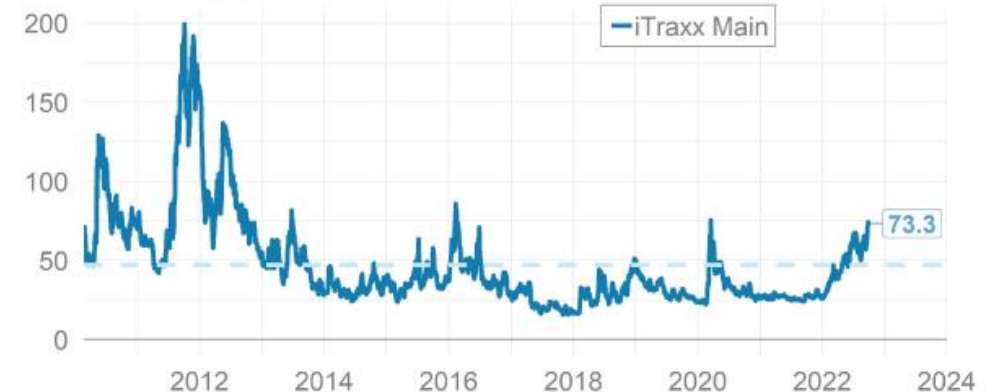


La volatilidad de los tipos de interés en EUR ha superado el pico de 2008. Incluso con los tipos aún al alza, la volatilidad debería ceder desde estos niveles extremos.

El gráfico sugiere que la capitulación en bonos puede haber ocurrido.

Volatilidad de índice iTraxx Main (crédito IG, en p.b.)

Fuente: Morgan Stanley Research



La volatilidad del índice europeo de bonos grado de inversión está por encima de los niveles máximos del covid

En crédito, la capitulación es algo superior a la ocurrida en renta variable, especialmente por flujos, pero no ha sido tan extrema como en gobiernos.

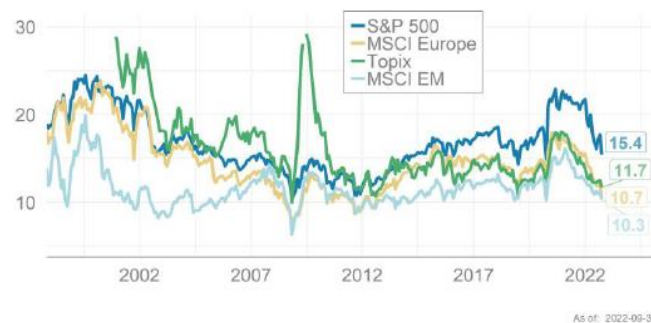
Capitulación muy avanzada. Valoraciones adecuadas en renta variable

La renta variable, tras la corrección sufrida, ya cotiza a valoraciones razonables, aunque quizás no sean aún extremas, para ser un argumento de compra por si mismas

Evolución de diferentes métricas de valoración de la renta variable

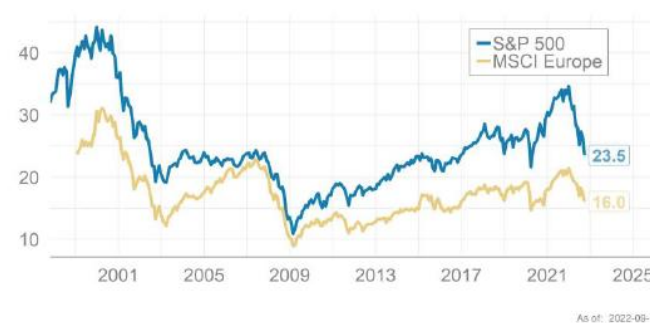
Fuente: Morgan Stanley Research, 30/09/2022

Forward Price/Earnings



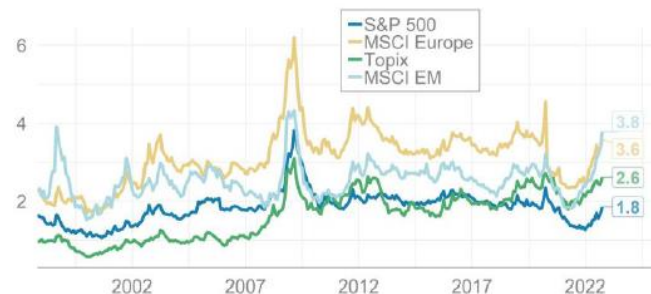
Source: Datastream, IBES, Morgan Stanley Research

Cyclically Adjusted P/E



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Dividend Yield (%)



Price/Book



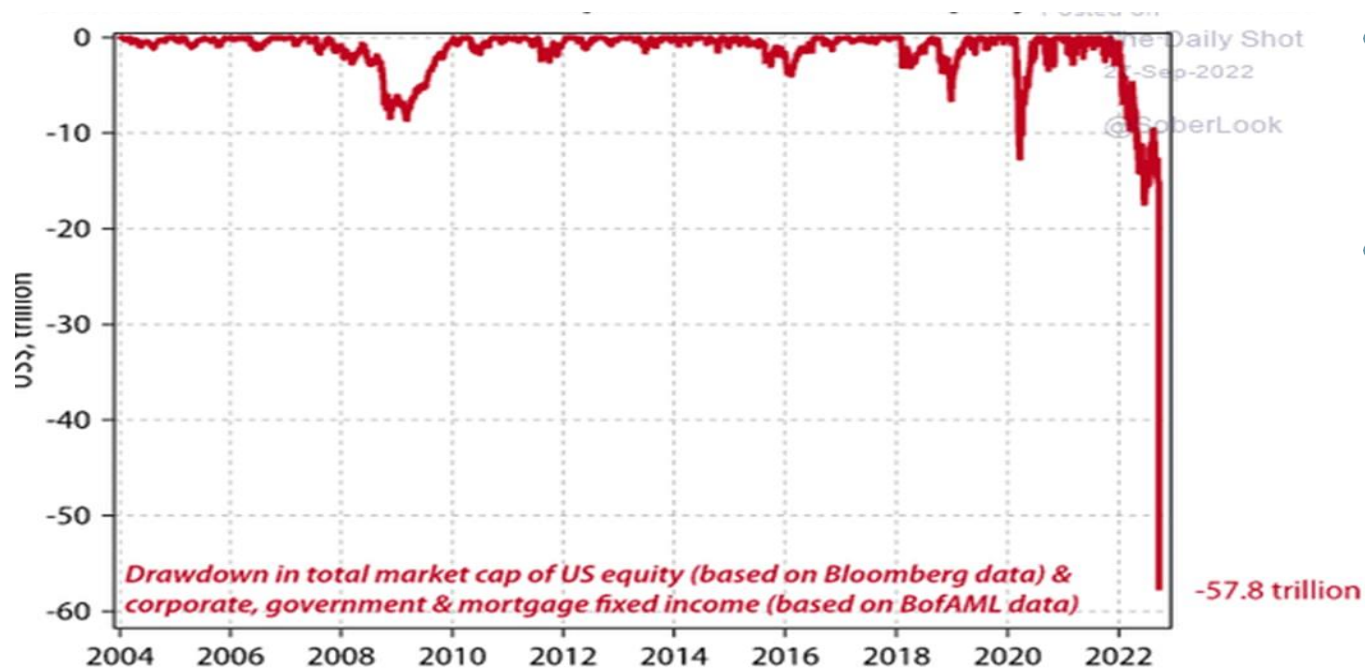
- Las valoraciones de la renta variable han corregido con fuerza (c. -30%) y ya cumplen la condición necesaria para un rebote de las bolsas, aunque no sean aún tan extremas como para suponer un argumento de compra agresiva per se.
- Existe gran divergencia entre métricas y regiones, pero en líneas generales, podemos concluir que EE.UU. cotiza a unos múltiplos razonables, mientras que Europa y los emergentes están más atractivos frente a sus valoraciones históricas.
- Lo están por una buena razón y creemos que es pronto para renunciar a la calidad y visibilidad de EE.UU. en favor de Europa, aunque finalmente tendrá un precio.

Capitulación muy avanzada. Destrucción de riqueza sin precedentes

Los ciclos bajistas suelen ir acompañados de una destrucción de riqueza significativa, que esta vez no ha sido exclusiva a la renta variable.

Máxima caída en capitalización de mercado de la bolsa y la renta fija de EE.UU.

Fuente: Intermoney, Bloomberg y Gavekal Research



- Las caídas bursátiles han sido fuertes en lo que llevamos de ejercicio, peor la destrucción de patrimonio financiero se ve muy incrementada por las caída en el mercado de renta fija.
- A nivel minorista, se suma a lo anterior la riqueza destruida por la fuerte caída del precio de activo digitales.
- Por esa razones, la capitulación está mucho más avanzada de lo que podría parecer mirando exclusivamente a la capitalización de la renta variable.



5. Asset Allocation

Volvemos a la renta fija y construimos carteras con buen potencial para los próximos años.

Asset Allocation

El año 2022 es por ahora el peor desde 1974

Sólo el dólar y la materias primas registran rentabilidades nominales positivas en el ejercicio y sólo las materias prima lo hacen en términos reales.

Rentabilidad de diferentes activos por años naturales.

Verde son rentabilidades reales positiva y rojo, negativas

Fuente: Morgan Stanley Research

Ranking	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 YTD
1	REITS (26%)	US 10yr (12%)	MSCI CN (21%)	US Small (37%)	REITS (27%)	MSCI JP (9%)	Commod. (21%)	MSCI CN (51%)	USD Cash (0%)	S&P 500 (29%)	MSCI CN (28%)	REITS (32%)	Commod. (1%)
2	US Small (25%)	TIPS (10%)	MSCI EU (18%)	S&P 500 (30%)	S&P 500 (13%)	REITS (2%)	US Small (19%)	MSCI EM (35%)	US 2yr (0%)	REITS (26%)	US Small (18%)	S&P 500 (20%)	USD Cash (-5%)
3	Commod. (25%)	EM\$ Sov. (6%)	Global HY (18%)	MSCI JP (25%)	US 10yr (8%)	US 10yr (1%)	US HY (15%)	MSCI EU (24%)	US 10yr (-1%)	US Small (23%)	MSCI EM (17%)	Commod. (18%)	US 2yr (-10%)
4	MSCI EM (17%)	US IG (5%)	REITS (18%)	MSCI EU (24%)	MSCI CN (7%)	EM\$ Sov. (1%)	Global HY (12%)	MSCI JP (22%)	US Agg (-2%)	MSCI EU (22%)	S&P 500 (17%)	MSCI EU (9%)	EM Local (-19%)
5	MSCI JP (14%)	US Agg (5%)	MSCI EM (17%)	US HY (6%)	US IG (7%)	S&P 500 (1%)	S&P 500 (10%)	S&P 500 (19%)	TIPS (-3%)	MSCI CN (21%)	MSCI JP (13%)	US Small (7%)	TIPS (-19%)
6	US HY (13%)	REITS (4%)	EM\$ Sov. (16%)	Global HY (6%)	EM\$ Sov. (6%)	US 2yr (0%)	MSCI EM (9%)	US Small (12%)	US HY (-4%)	MSCI JP (17%)	Commod. (10%)	TIPS (-1%)	US Agg (-20%)
7	S&P 500 (13%)	US HY (2%)	US Small (14%)	MSCI CN (2%)	US Agg (5%)	US Agg (0%)	EM\$ Sov. (7%)	EM Local (12%)	US IG (-4%)	MSCI EM (16%)	TIPS (10%)	US HY (-2%)	US HY (-20%)
8	Global HY (13%)	Global HY (0%)	S&P 500 (14%)	REITS (1%)	US Small (4%)	USD Cash (-1%)	REITS (7%)	Global HY (8%)	EM Local (-5%)	US IG (12%)	US 10yr (9%)	MSCI JP (-5%)	US 10yr (-21%)
9	EM Local (11%)	S&P 500 (-1%)	US HY (14%)	US 2yr (-1%)	TIPS (3%)	US IG (-1%)	US IG (4%)	EM\$ Sov. (7%)	Global HY (-6%)	US HY (12%)	US IG (8%)	Global HY (-6%)	US IG (-23%)
10	EM\$ Sov. (11%)	US 2yr (-1%)	EM Local (13%)	USD Cash (-1%)	US HY (2%)	TIPS (-2%)	EM Local (4%)	REITS (6%)	REITS (-6%)	EM\$ Sov. (11%)	US Agg (6%)	USD Cash (-7%)	Global HY (-24%)
11	US 10yr (8%)	EM Local (-3%)	US IG (8%)	US IG (-3%)	US 2yr (0%)	MSCI EU (-3%)	TIPS (3%)	Commod. (5%)	EM\$ Sov. (-6%)	Global HY (10%)	US HY (6%)	US 2yr (-7%)	EM\$ Sov. (-28%)
12	US IG (7%)	USD Cash (-3%)	MSCI JP (7%)	US Agg (-3%)	USD Cash (-1%)	Global HY (-3%)	MSCI JP (1%)	US HY (5%)	S&P 500 (-6%)	Commod. (8%)	Global HY (6%)	US IG (-8%)	S&P 500 (-28%)
13	US Agg (5%)	US Small (-7%)	TIPS (5%)	MSCI EM (-4%)	Global HY (-1%)	US Small (-5%)	US Agg (1%)	US IG (4%)	Commod. (-12%)	EM Local (7%)	MSCI EU (5%)	US Agg (-8%)	US Small (-30%)
14	TIPS (5%)	Commod. (-11%)	US Agg (2%)	EM Local (-6%)	MSCI EM (-3%)	US HY (-5%)	MSCI CN (-1%)	US Agg (1%)	US Small (-13%)	US Agg (6%)	EM Local (4%)	EM Local (-8%)	MSCI JP (-30%)
15	MSCI CN (3%)	MSCI EU (-13%)	US 10yr (2%)	US 10yr (-7%)	EM Local (-3%)	MSCI CN (-8%)	US 2yr (-1%)	TIPS (1%)	MSCI JP (-14%)	US 10yr (6%)	EM\$ Sov. (4%)	MSCI EM (-9%)	MSCI EM (-31%)
16	MSCI EU (3%)	MSCI JP (-17%)	Commod. (2%)	EM\$ Sov. (-7%)	MSCI JP (-4%)	EM Local (-11%)	US 10yr (-1%)	US 10yr (0%)	MSCI EM (-16%)	TIPS (6%)	US 2yr (2%)	EM\$ Sov. (-9%)	REITS (-32%)
17	US 2yr (1%)	MSCI EM (-21%)	US 2yr (-1%)	TIPS (-10%)	MSCI EU (-6%)	MSCI EM (-15%)	USD Cash (-2%)	USD Cash (-1%)	MSCI EU (-16%)	US 2yr (1%)	USD Cash (-1%)	US 10yr (-9%)	MSCI EU (-33%)
18	USD Cash (-1%)	MSCI CN (-21%)	USD Cash (-2%)	Commod. (-10%)	Commod. (-18%)	Commod. (-19%)	MSCI EU (-2%)	US 2yr (-2%)	MSCI CN (-20%)	USD Cash (0%)	REITS (-6%)	MSCI CN (-27%)	MSCI CN (-35%)

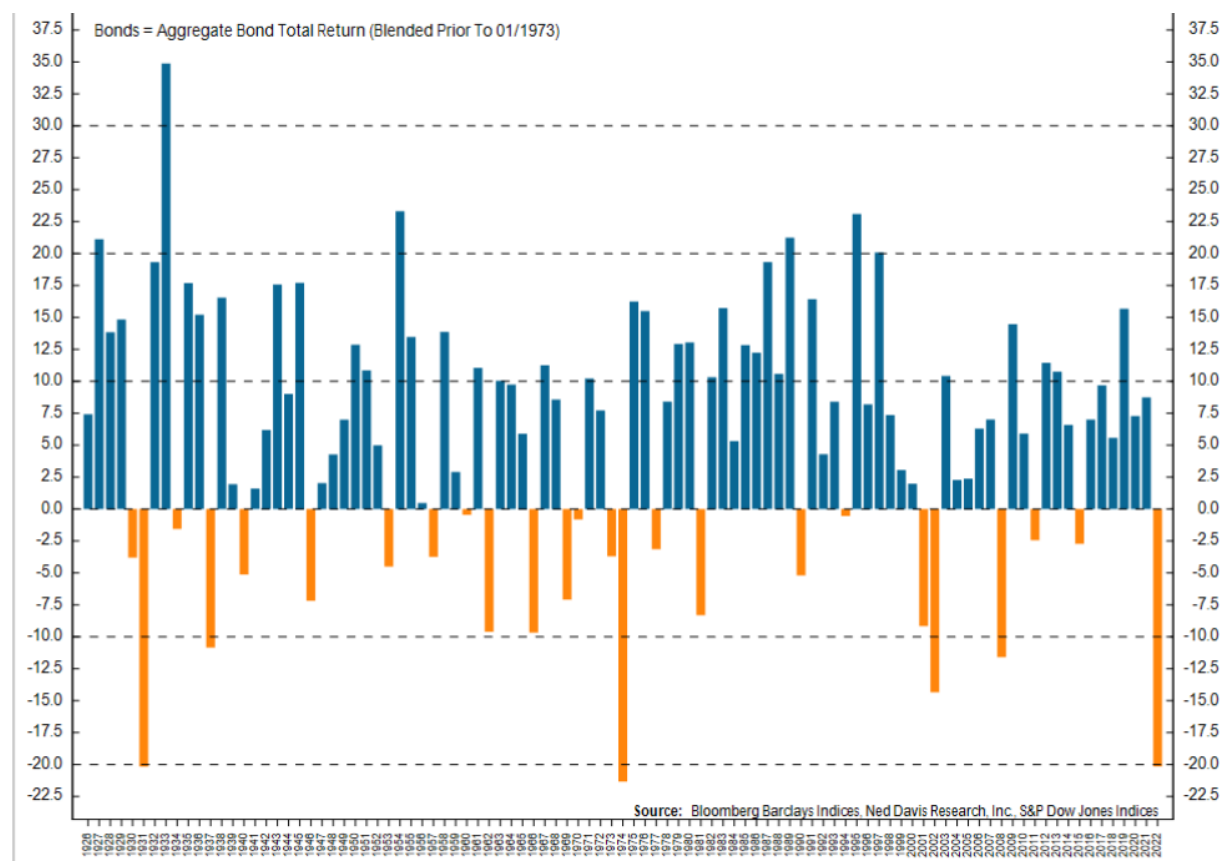
Asset Allocation

El año 2022 es por ahora el peor desde 1974

Estos 9 meses de 2022, han sido el peor inicio del S&P 500 desde 1970 y el peor inicio jamás registrado en el mercado de bonos.

Rentabilidad de una cartera equilibrada 60% Acciones 40% bonos

Tres primeros trimestre de cada año natural



- La rentabilidad del S&P500 del -25% en los primeros 9 meses es la peor desde 1970 y la cuarta peor histórica (1932 y 1962 fueron los otros dos peores años).

- Lo que ha hecho este inicio del 2022 más complejo es que apenas ha habido activos que hayan funcionado como refugio. El índice de renta fija Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Total ha caído un -12% en mismo periodo, su peor inicio de año desde que existen datos, 1981.

- Una cartera tradicional en EE.UU., invertida al 60% en bolsa (S&P 500) y al 40% en renta fija (Bloomberg Barclays U.S. Aggregate) se ha desplomado un -20%. El peor año desde 1981, cuando se lanzaron esos índices.

- Si utilizamos un proxy para los bonos a largo plazo, 2022 sería el segundo peor año jamás registrado, después de 1932.

Asset Allocation

Primas de riesgo de nuevo atractivas

La buena noticia del final de la represión financiera es que el riesgo vuelve a estar remunerado tanto en renta fija como en renta variable. Las valoraciones vuelven a ser razonables en casi todos los casos y atractivas en muchos.

Valoración de la diferentes clases de activo por región

Fuente: Morgan Stanley Research

Market	Cyclically	Real 10Y		ERP (%)	IG Credit		FX REER	
	Adj. E/P	20y Z-Score	Ylds		20y Z-Score	Sprd^		20y Z-Score
US	4.3		-2.5		6.7		125	
Europe	5.9		-2.2		8.1		90	
Japan	5.4		-1.4		6.8	n/a	59	
EM	9.9		-2.5		12.4	n/a	n/a	n/a
Germany	5.9		-2.2		8.1	n/a	90	
Italy	5.8		-0.5		6.3	306	90	
Spain	8.5		-3.1		11.6	252	90	
Sweden	6.0		-6.9		12.9	292	84	
Switzerland	4.4		-0.9		5.3	231	110	
UK	5.3		-2.2		7.5	244	100	
China	10.9		2.1		8.8	178	127	
Korea	8.9		0.1		8.8	110	96	
Australia	5.1		-0.6		5.7	n/a	89	
Brazil	11.1		0.8		10.3	309	65	
Mexico	6.9		1.6		5.3	195	89	
Indonesia	5.7		4.3		1.4	159	93	
South Africa	7.4		5.2		2.2	347	75	

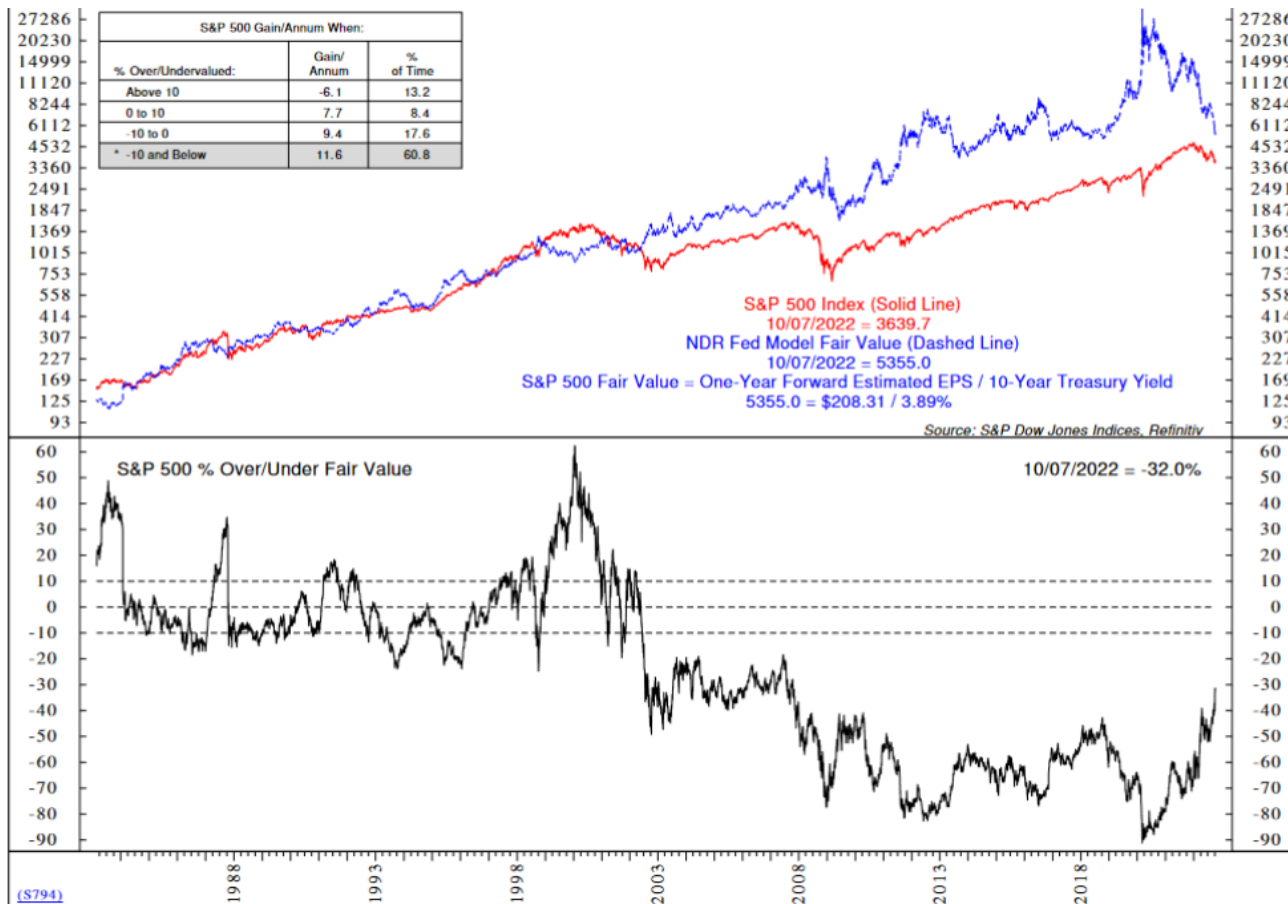
Asset Allocation

Valoración relativa ente acciones y bonos

Las acciones siguen baratas frente a los bonos aunque su atractivo relativo se reduce.

S&P 500 vs. Modelo de la Fed de Ned Davis Research

Fuente: Ned Davis Research



A pesar del repunte de los tipos de interés, las acciones siguen estando baratas frente a los bonos gubernamentales.

El régimen de tipos de interés bajos implica que los indicadores de valoración relativa han favorecido a las acciones durante la mayor parte de los últimos 20 años, a través de múltiples mercados alcistas y bajistas.

Los indicadores basados en la tasa de cambio de las valoraciones relativas son menos favorables para las acciones.

En el actual contexto de incertidumbre, dada la capitulación vista en el mercado de bonos y la incertidumbre adicional para la renta variable, neutralizamos la exposición a las dos clases de activos, comprando renta fija.



5.1. Renta Fija

Neutrales en **deuda pública** después de mucho tiempo
Positivos y encontrando muy buenas oportunidades en **crédito**

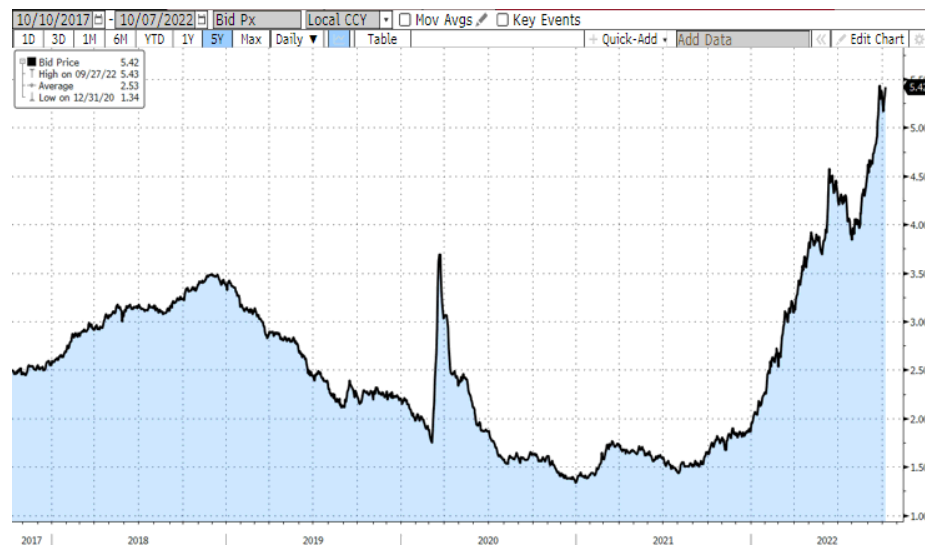
Renta fija

La Renta fija vuelve a tener renta

2022 será recordado como el año del final de los tipos negativos. El mercado de bonos está recuperando la normalidad y ofrece rentabilidades interesantes a nivel global.

Rentabilidad esperada (YTW) mercado global de bonos

Fuente: Bloomberg



La rentabilidad esperada (Yield to Worst) anualizada para el índice global de bonos, Bloomberg Global Agg ha repuntado hasta el 5,4% (en dólares).

Esto hace que existan oportunidades atractivas en muy diferentes nichos de la renta fija, que seguirá volátil, pero al menos vuelve a remunerar el riesgo asumido.

Importe vivo en bonos con rentabilidad negativa

Fuente: Bloomberg



El final de los tipos negativos termina con una aberración en el mercado de bonos que ha durado demasiado tiempo

Apenas quedan bonos con rentabilidad a vencimiento negativa entre los componentes del Bloomberg Global Aggregate.

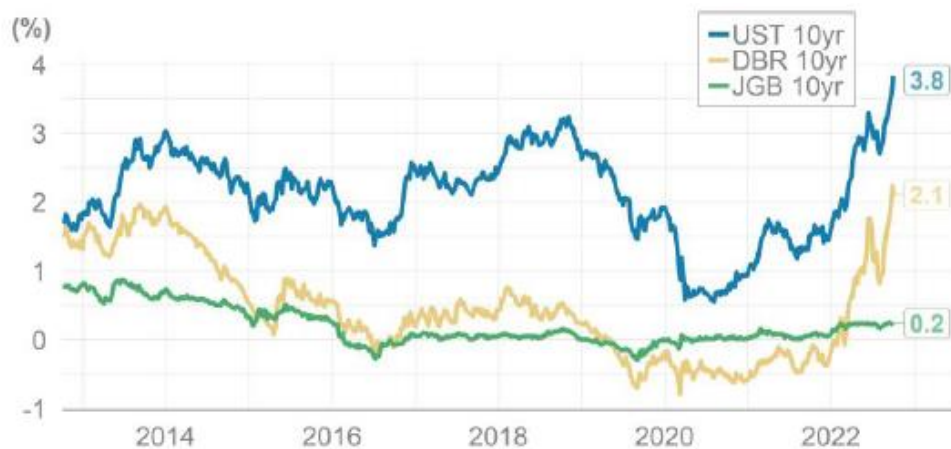
Renta Fija

Cambio estructural en tipos de interés

Tanto los tipos nominales como los reales, han repuntado con fuerza, causando grandes caída en los precios de mercado de la renta fija y generando oportunidades equivalentes.

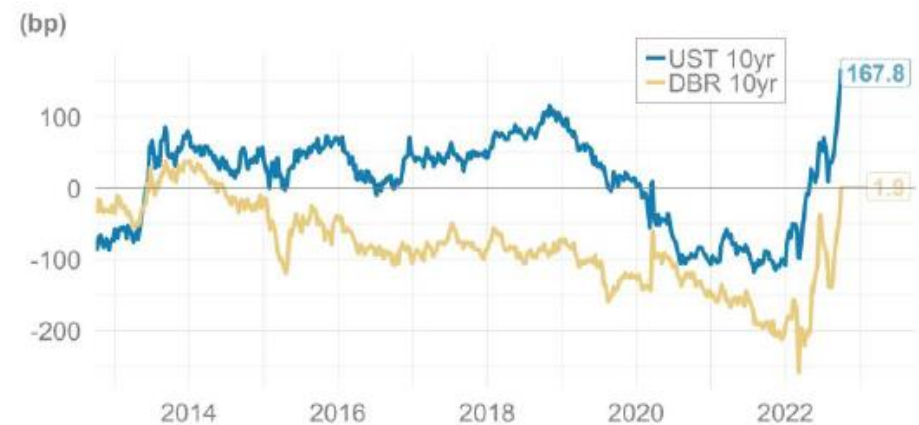
Tipos de interés nominales (%)

Fuente: Morgan Stanley Research, 30/09/2022



Tipos de interés reales (p.b.)

Fuente: Morgan Stanley Research



Los tipos de interés aceleraron su tendencia al alza iniciada en 2020 en EE.UU. y hasta este ejercicio, apenas incipiente en Europa.

Los movimientos han sorprendido por su rapidez e intensidad, pero no por su dirección.

Pensamos que gran parte del camino al alza está hecho y desde los niveles actuales, los tipos de interés de los principales gobiernos desarrollados, tienen menor riesgo al alza.

La volatilidad se mantendrá alta mientras no se estabilice la inflación, pero el riesgo asumido ya está remunerado.

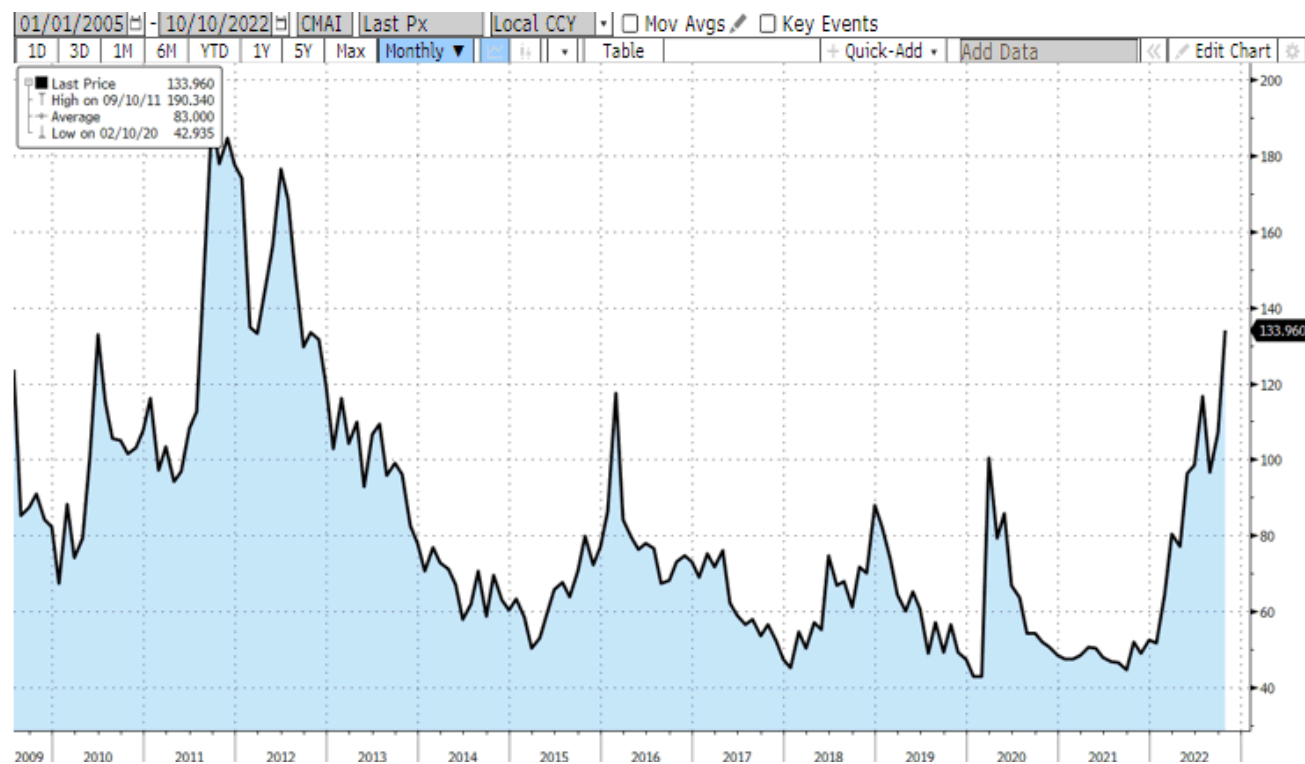
Renta Fija

Comenzamos a comprar crédito Grado de Inversión

Comenzamos a comprar crédito Grado de Inversión, neutralizando la exposición después de mucho tiempo negativos por considerar que por fin, el riesgo asumido está razonablemente remunerado.

Itraxx Main- Spread de crédito de bonos Grado de Inversión

Fuente: Bloomberg



- El diferencial de crédito de los bonos corporativos de mejor calidad crediticia de la Eurozona (Grado de Inversión) se sitúan en niveles superiores a los máximos alcanzados durante la pandemia y no está lejos de los de la crisis de la Eurozona de 2011.
- Es otra de las consecuencia del final de la represión financiera.
- Después de mucho tiempo conservadores con el activo, principalmente pro su componente de tipos de interés, neutralizamos la exposición a este tipo de bonos.

Renta Fija

Nos gusta la **deuda subordinada**

Tanto bonos **híbridos** de emisores *Investment Grade* como **deuda financiera subordinada** de buenos bancos, pero estamos comprando de forma pausada en un entorno aún de volatilidad.

Yield a la call del índice de AT1 de Credit Suisse

Fuente: Bloomberg



- Llevamos mucho tiempo dudando sobre la rentabilidad del sector bancario, pero defendiendo su solvencia. Con la posible mejora de rentabilidad, la de la solvencia queda fuera de duda.
- El inicio de proceso de subidas de tipos, aunque sean moderadas, es el catalizador que faltaba para el sector financiero, pero se ha visto muy perjudicado por los miedos de recesión.
- Las valoraciones llegaron a estar muy estrechas, alcanzando el índice de Cocos una YTC del 2,5%. Actualmente su rentabilidad a la call está en por encima del 13%.
- Los riesgos de extensión en este tipo de deuda perpetua eran hasta hace poco una de nuestras preocupaciones, Lo sigue siendo, pero con las valoraciones actuales, creemos que en muchos casos está magníficamente remunerado.



5.2. Renta Variable

Neutrales a la espera de mayor visibilidad.
Tarde para buscar protección, pronto para salir de compras.

Renta Variable

¿Toca recuperación tras caídas extremas?

Tras trimestres como el 2T22, las rentabilidades suelen ser positivas en los sucesivos. Mejores resultados, alargando a los siguientes dos o tres trimestres la muestra, no resultando excepcional el deterioro adicional del 3T22.

Rentabilidad del S&P 500 después de caídas del -15% en un trimestre.

Fuente: Ned Davis Research

	Variación trimestre anterior	Variación trimestre siguiente	Variación 2 trimestres siguientes	Variación 3 trimestres siguientes	Variación 4 trimestres siguientes	Variación 8 trimestres siguientes
S&P 500 Performance After >15% Single Quarter Drops						
Date	Previous Quarter % Change	Next 1Q % Change	Next 2Q % Change	Next 3Q % Change	Next 4Q % Change	Next 8Q % Change
12/31/29	-28.9	17.2	-4.6	-13.3	-28.5	-62.1
6/30/30	-18.6	-9.1	-25.0	-18.4	-27.5	-78.4
12/31/30	-17.5	8.8	-3.3	-36.7	-47.1	-55.1
9/30/31	-34.5	-16.4	-24.7	-54.4	-16.8	1.2
12/31/31	-16.4	-10.0	-45.4	-0.5	-15.2	24.4
6/30/32	-39.4	82.4	55.5	32.1	146.3	121.4
3/31/33	-15.1	86.5	68.0	72.7	83.8	44.8
12/31/37	-23.3	-19.4	9.6	16.0	25.2	18.4
3/31/38	-19.4	36.0	44.0	55.4	29.2	44.1
3/31/39	-16.9	-1.1	18.6	13.8	11.6	-9.3
6/30/40	-18.5	6.8	6.0	-0.2	-1.3	-16.8
9/30/46	-18.8	2.3	1.4	1.7	1.0	3.5
6/30/62	-21.3	2.8	15.3	21.6	26.7	49.2
6/30/70	-18.9	15.8	26.7	37.9	37.1	47.3
9/30/74	-26.1	7.9	31.2	49.8	32.0	65.6
12/31/87	-23.2	4.8	10.7	10.1	12.4	43.0
9/30/02	-17.6	7.9	4.0	19.5	22.2	36.7
12/31/08	-22.6	-11.7	1.8	17.0	23.5	39.2
3/31/20	-20.0	20.0	30.1	45.3	53.7	75.3
6/30/22	-16.5	??	??	??	??	??
All Cases						
Mean	-22.0	12.2	11.6	14.2	19.4	20.7
Median	-19.4	6.8	9.6	16.0	22.2	36.7
% Positive	0.0	68.4	73.7	68.4	68.4	73.7
Post WWII						
Mean	-21.1	6.2	15.1	25.4	26.1	45.0
Median	-20.6	6.3	13.0	20.6	25.1	45.2
% Positive	0.0	87.5	100.0	100.0	100.0	100.0
All Periods Mean	2.0	2.0	3.9	5.9	8.1	16.0

Source: S&P Dow Jones Indices

Ned Davis Research

T_BF22_031

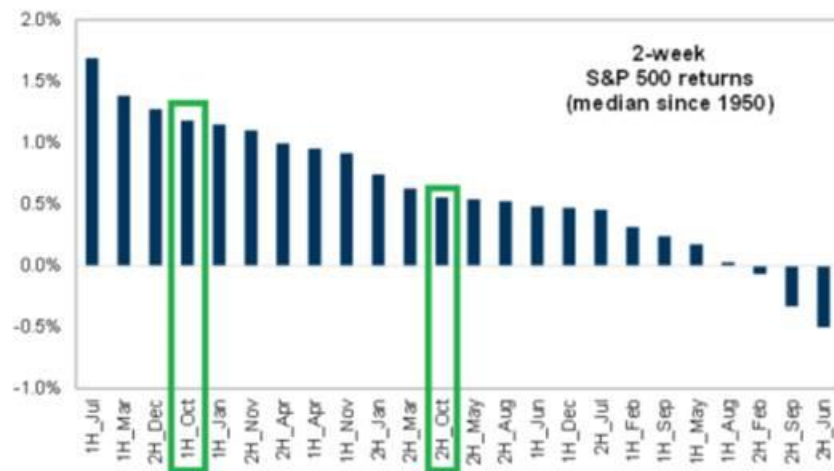
Renta Variable

Estacionalidad de la bolsa

El ciclo anual de las bolsas no es más que un análisis histórico de una serie de datos que no resultan estadísticamente significativos, pero es favorable desde ahora

Rentabilidades quincenales del S&P 500

Fuente: Goldman Sachs Research



Source: Goldman Sachs Research Division, Ryan Hammond. As of 9/30/22. Past performance is not indicative of future returns.

Julio fue bueno para las bolsas, en línea con su patrón histórico. Septiembre fue terrible, también como suele ser

Octubre ha ido un excelente mes para las bolsas según la mediana de rentabilidades quincenales desde 1950.

Estacionalidad de la bolsa: 1 Sept- 31 Dic

Fuente: Goldman Sachs Research



Con datos desde 1928, el patrón estacional de las bolsas se ha complicado en este ejercicio, siendo septiembre un mes de caídas.

El patrón comienza a cambiar el octubre, mes que ha resultado históricamente volátil y sin una clara tendencia, para después ir hacia el rally de final de año.

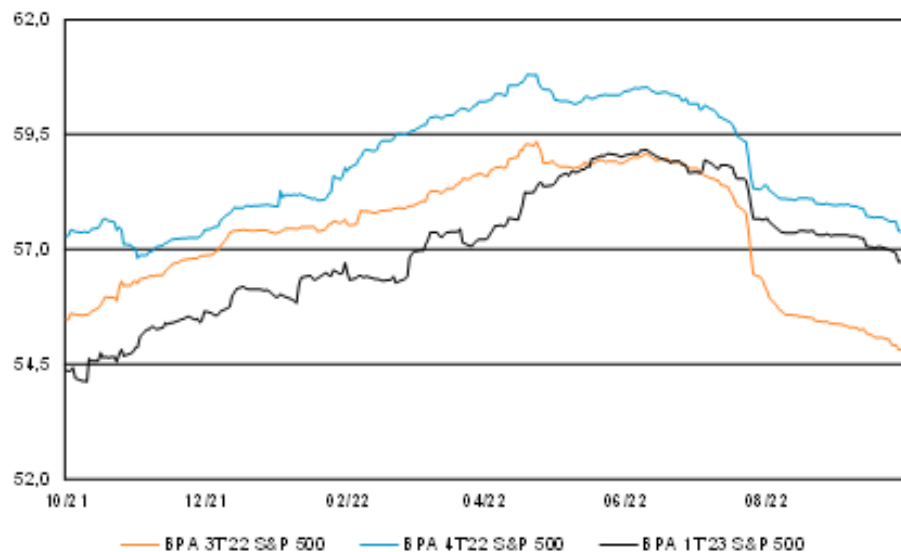
Renta Variable

Resultados empresariales del 3T22

Dados los niveles de valoraciones alcanzados (PER c. -30%) esta campaña de resultados no debería suponer un motivo adicional para más recortes. Tampoco será lo suficientemente buena como para ser un catalizador positivo, con la atención en las indicaciones de la compañía de cara a 2023.

S&P 500: evolución del BPA del consenso

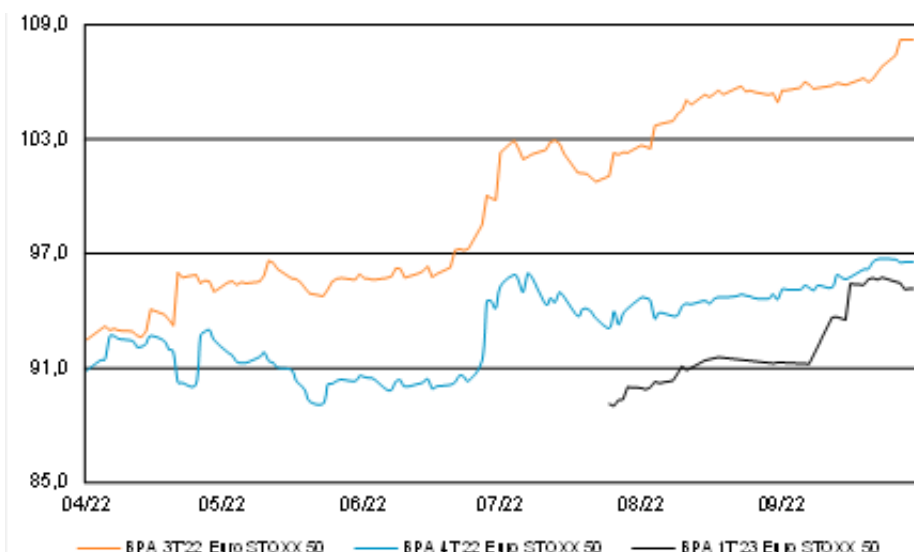
Fuente: Banco Sabadell Análisis



Consenso espera un crecimiento de BPA 3T22 de +3,4%, el más bajo desde 3T20 (vs +9,8% esperado el 30 de junio y +5,4% 2T22) impulsado por los cíclicos y lastrado por los defensivos y financieros

Eurostoxx 50: evolución del BPA del consenso

Fuente: Banco Sabadell Análisis



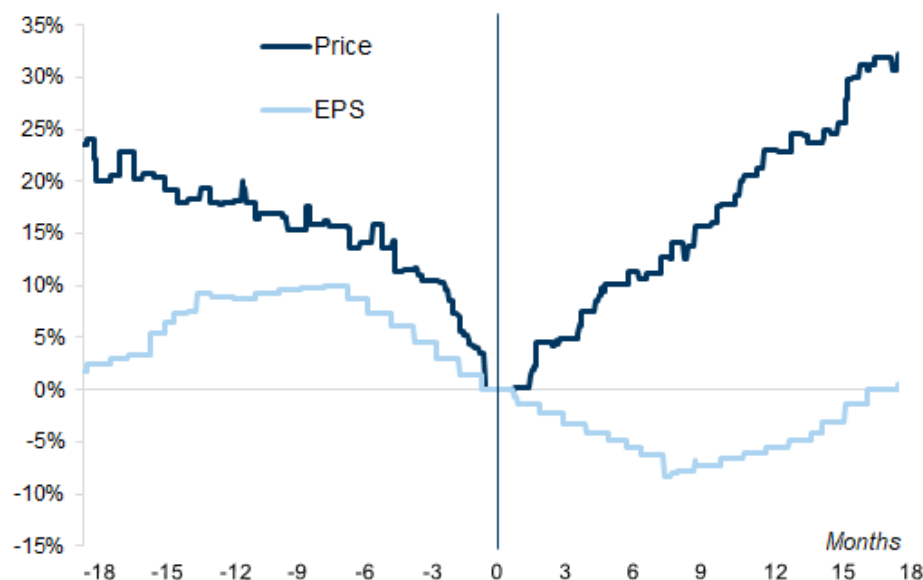
En Europa las expectativas son más exigentes (Euro STOXX BPA 3T22e +21,0% vs +12,5% en 2T22) tras revisarse +4% desde el final de la campaña previa gracias al efecto divisa y tipos y a pesar de que el *guidance* 3T22 fue positivo sólo en el 27% (vs 33% trimestre anterior y 29% histórico).

Renta Variable. Las revisiones a la baja están ya cerca de los niveles en los que las bolsas hacen suelo

Desde el punto de vista de las estimaciones de beneficios, históricamente las bolsas hacen suelo unos 6 meses después del inicio de las revisiones a la baja.

Mercados bajistas- Evolución del precio de la acción BPA

Fuente: Goldman Sachs Investment Research



- Estamos empezando a ver señales de desaceleración de beneficios, aunque por ahora se concentran en áreas orientadas al consumidor y algunas empresas de tecnología.
- Históricamente, el mercado cae entre 6 y 9 meses antes de que el EPS llegue a su punto mínimo, lo que significa que las estimaciones de beneficios siguen cayendo incluso cuando el mercado comienza a recuperarse, alcanzando la fase de la "esperanza".
- Con los beneficios aún cayendo, los precios de las acciones aumentan rápidamente, siendo en esa fase la valoración, la fuerza principal detrás de los rendimientos.

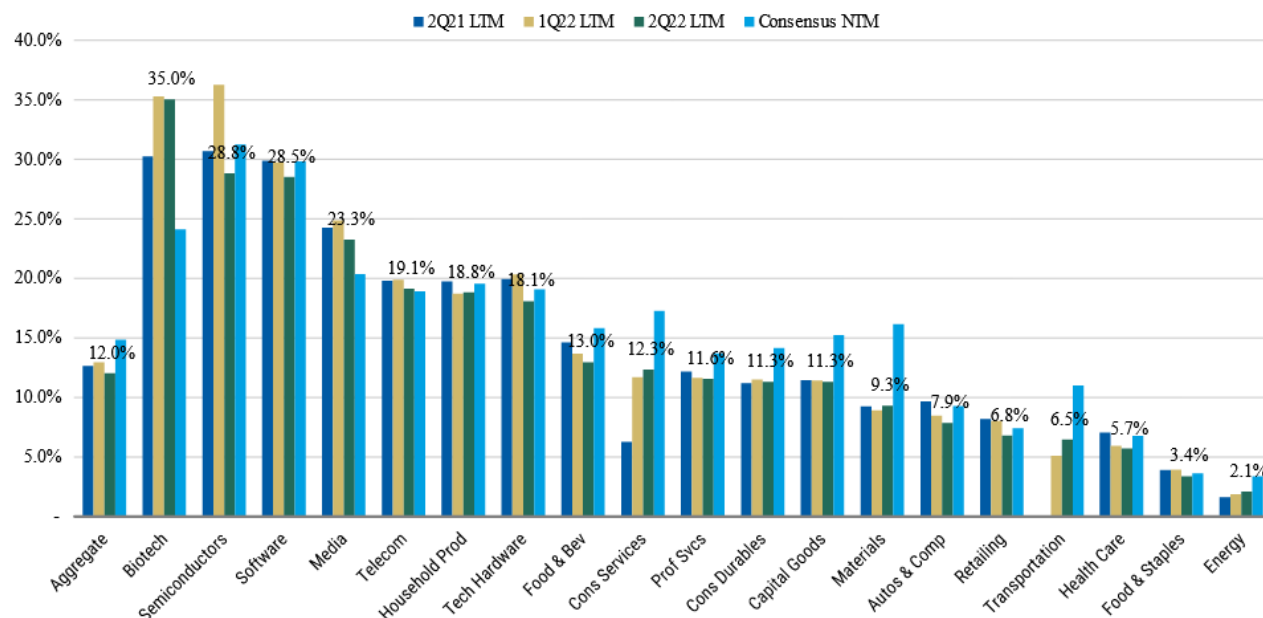
Renta Variable

La presión en márgenes no termina de llegar

Los márgenes de beneficios se verán mermados por la combinación de costes financieros y de producción, pero esto de momento no se ha evidenciado. Las compañías siguen siendo capaces de incrementar ventas y de trasladar incrementos de costes a sus clientes

Margen de EBITDA ajustado por industria

Fuente: Morgan Stanley Research



Note: Russell 1000 companies, excluding Financials, Utilities, and Real Estate sectors. EBIT Margin is calculated as industry group aggregate and sorted by 2Q22 LTM EBIT Margin, which is also shown as data labels. Source: FactSet, Morgan Stanley Research.

- La combinación de mayores tipos de interés y mayores costes de producción hace prácticamente inevitable la contracción de márgenes.
- Sin embargo, para sorpresa de muchos, el crecimiento de las ventas continuó en el segundo trimestre en todos los sectores excepto servicios de telecomunicaciones y así volverá a ser el caso en el 3T.
- La rentabilidad también continuó aumentando, con todos los sectores disfrutando de márgenes incrementales positivos, con la excepción de Consumo básico, que experimentó una caída del -1% debido a la alta inflación.
- Dado que los márgenes operativos se han mantenido sólidos en la mayoría de los sectores, las estimaciones de consenso siguen siendo optimistas y predicen una expansión adicional de los márgenes para la mayoría de las empresas durante los próximos doce meses.



5.3. Otros activos

Dólar y **MMPP** caros por su valor diversificador. Favorecemos gestión activa y alternativos esperando fuertes divergencias

Dólar: tendencia alcista agotada

Técnicamente, el dólar está muy sobre comprado y si finalizara su tendencia alcista, tiene un margen de corrección relevante. Prevalece su valor como refugio.

Análisis técnico del índice del dólar

Fuente: Kepler Cheuvreux



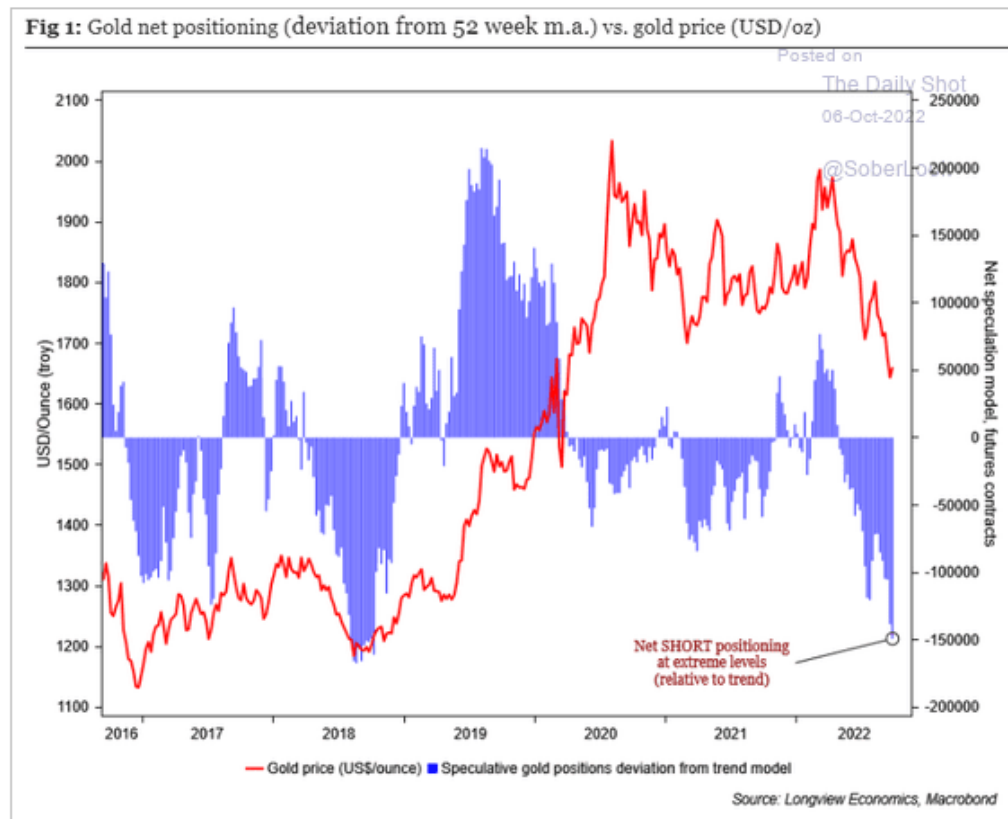
- Técnicamente el dólar está muy sobre comprado.
- El final de la tendencia alcista iniciada en 2008 podría estar cerca.
- En términos de valoración. También está caro desde hace tiempo, situándose la Paridad de Poder Adquisitivo frente al € entrono al 1,15. Normalmente un activo barato lo está por alguna razón y durante un tiempo. Es necesario un catalizador que haga aflorar ese valor intrínseco.
- Pero es el único activo que ha funcionado como refugio y eso prevalecerá en la situación de incertidumbre actual.

Mantenemos las posiciones en ORO

Positivos con el oro, donde el posicionamiento ha resultado muy extremo.

Posicionamiento neto en oro (desviación vs. Media móvil de 52 semanas) vs. precio del lingote del oro

Fuente: WSJ Daily shot

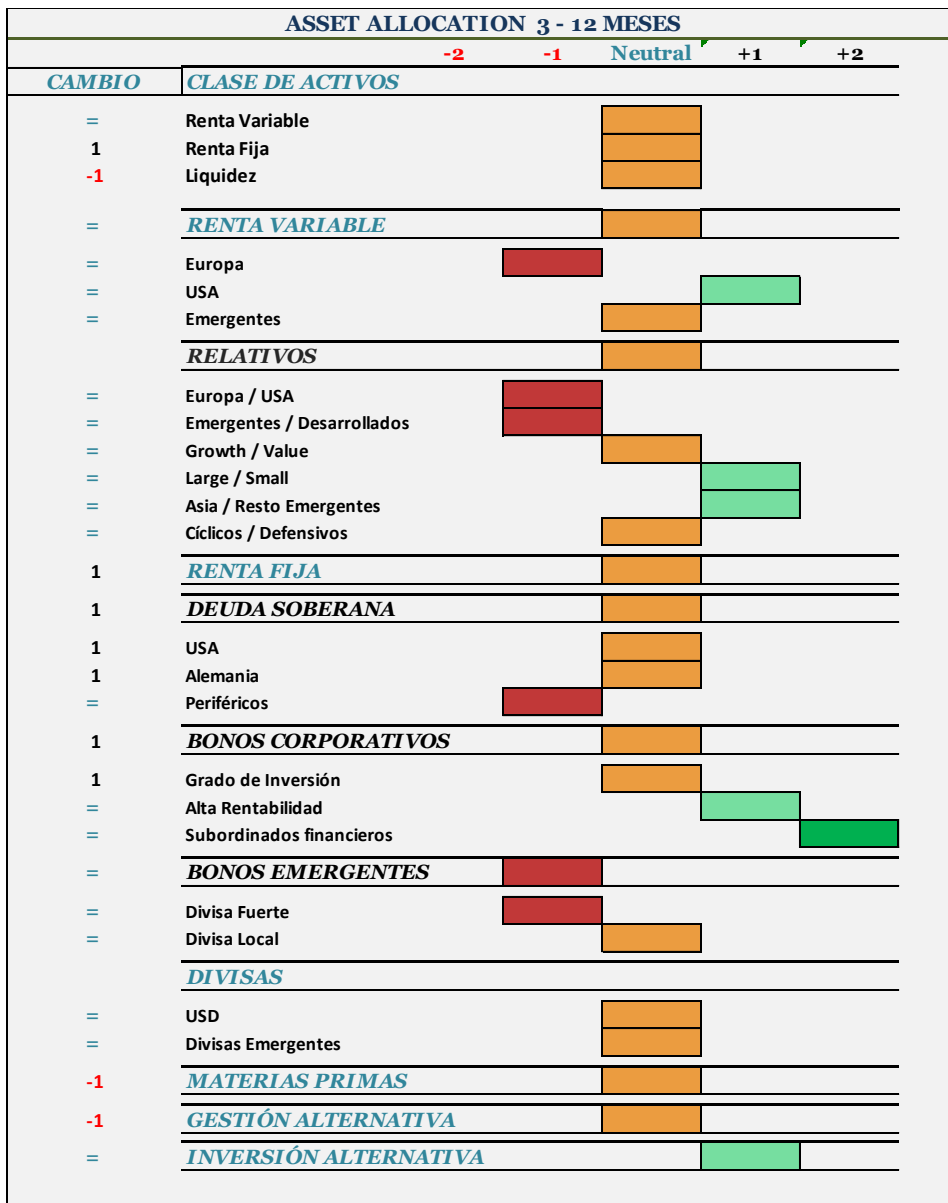


- El oro no se ha comportado bien, pero como activo defensivo, en comparación con lo bonos del gobierno de EEUU y en USD, su comportamiento no ha resultado en absoluto decepcionante.
- Se enfrenta a un entorno de tipos reales positivos, peor aún bajos y su valor diversificador, así como refugio ante posibles errores de política monetaria siguen siendo argumento para mantenerlo en carteras.



6. Posicionamiento para el 4T22

Resumen de nuestro posicionamiento



- Neutrales en **renta variable**, lo que supone estar en líneas generales al 75% de nuestro máximo, a la espera de mejores oportunidades. Pronto para comprar agresivamente, pero tarde para vender.
- En **renta fija**, incrementamos duración y nos neutralizamos tras la fuerte caída de los bonos. Seguirá la volatilidad, pero ya hay valor con horizonte temporal de medio plazo.
- Neutrales en **crédito**, pero encontramos oportunidades muy atractivas en **deuda subordinada financiera** y la **deuda híbrida corporativa**, donde hemos invertido de forma significativa. Nos neutralizamos en bonos **Grado de inversión**.
- Mantenemos la infra ponderación **bonos emergentes**. Allí, preferimos **Asia** y moneda local.
- Reducimos la **liquidez** de las carteras, que genera rentabilidades reales negativas, fundamentalmente para financiar el incremento en renta fija.

Aviso legal

El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado.

La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros. No contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero u otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones.

Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G.



**Barcelona**

Avda. Diagonal, 640
08028 Barcelona
93 342 44 03

Bilbao

Gran Vía 49.Entreplanta
48011 Bilbao

León

Ordoño II, 9, 1ªB
24001 León
91 088 60 53

Logroño

C/ Muro de la Mata 5 4ºD
26001 Logroño
94 156 00 77

Madrid

Pº de la Castellana, 92
28046 Madrid
91 590 21 21

Pamplona

C/ Cortes de Navarra, 5, 3ºD
31002 Pamplona

Santander

Castelar, 7
39004 Santander
94 221 63 90

Sevilla

Torre Sevilla, Pza. Alcalde
Alfredo Sánchez Monteseirín,
Manzana 10, 4ª - 41013 Sevilla
91 590 21 21

Valencia

Conde de Salvatierra, 9
46004 Valencia
96 091 57 44

Valladolid

Santiago, 29
47001 Valladolid
98 336 31 34

Luxemburgo

56, Gran Rue, 4th Floor
L-1660 Luxemburgo
(352) 26454398