

Informe 3T 2022

El año se sigue complicando y la recesión se acerca



06/10/2022

Índice de contenidos




Escenario económico	2
Análisis del crecimiento.....	5
Evolución de la inflación.....	8
Posibles escenarios.....	10
Análisis técnico.....	11
Renta variable.....	11
Renta fija	13
Materias primas	14
Exposición a activos.....	16
Conclusión.....	16

No es nuevo para nadie que 2022 está siendo un año complicado donde no solo tanto renta variable y la renta fija lo están haciendo mal a la vez, sino que cuesta mucho encontrar ningún otro activo en el que refugiarse. A cierre del 3T de 2022, la renta variable americana se deja más de un 25% si tomamos como referencia el S&P 500. En Europa, tomando como referencia el Stoxx 600 las bolsas caen un 21%. Por su parte, los tipos no han dejado de subir en todo este periodo, pasando del 1,50% con el que cerramos el año 2021 en Estados Unidos y el todavía negativo tipo de -0.20% en Alemania, al 3,80% y 2,10% respectivamente. Por último, las materias primas que parecían ser las únicas que a principios de año lo podían hacer bien también reflejan pérdidas en lo que llevamos de año.

En el presente informe vamos a ver cuál puede ser el escenario en el que estamos actualmente, los posibles escenarios en un futuro a corto plazo y cómo podemos adaptar nuestras carteras para navegar estas aguas tan turbias.

Escenario económico

En Gesem empleamos el modelo económico donde desglosamos los escenarios económicos en cuatro, dependiendo de la dirección que puedan tomar el crecimiento y la inflación. Así, podemos estar en uno de los siguientes escenarios:

-  **RGFI:** *Rising Growth Falling Inflation* o alto crecimiento y baja inflación en español
-  **RGRI:** *Rising Growth Rising Inflation* o alto crecimiento y alta inflación en español
-  **FGFI:** *Falling Growth Falling Inflation* o bajo crecimiento y baja inflación en español

■ ■ **FGRI:** *Falling Growth Rising Inflation* o bajo crecimiento y alta inflación en español

Estos cuatro escenarios recogen todas las posibles situaciones que puedan ocurrir en una economía, aunque de forma general. Será difícil saber qué situación particular están afectando al crecimiento o a la inflación simplemente observando este modelo, pero al final toda situación particular acabará cayendo en una de estas cuatro situaciones generales, y en base a ellas podremos tomar decisiones financieras.

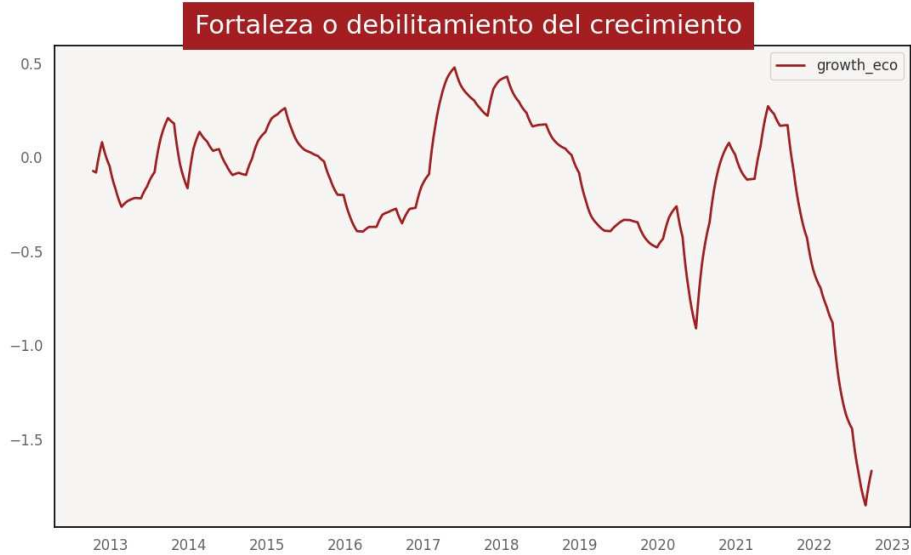
Actualmente, vemos que el escenario que más fuerza tiene en los mercados es el de FGRI. De hecho, es el escenario que viene predominando en los mercados desde principios de año y con una probabilidad más o menos constante entre el 50% y el 70%.





Por debajo, tenemos que el segundo escenario más descontado por el mercado es el de FGFI. En cualquier caso, parece poco dudable que el mercado está apostando porque los próximos meses estarán caracterizados por bajo crecimiento. La dirección de la inflación, por ahora, todavía sigue siendo alcista, pero como veremos más adelante, esto podría cambiar pronto si efectivamente los mercados tienen razón. Antes de nada, vamos a ver lo que nos dicen los indicadores económicos. Para ello, vamos primero a ver lo que nos dice nuestro indicador de crecimiento y luego veremos el desglose de cada uno de sus componentes.

ANÁLISIS DEL CRECIMIENTO



- ■ Consumer_exp_z = Expectativas del consumidor
- ■ New_orders_to_inv_z = Nuevos pedidos frente a inventarios
- ■ Business_cond_z = Condiciones económicas para las empresas
- ■ Déficit_z = Déficit del gobierno

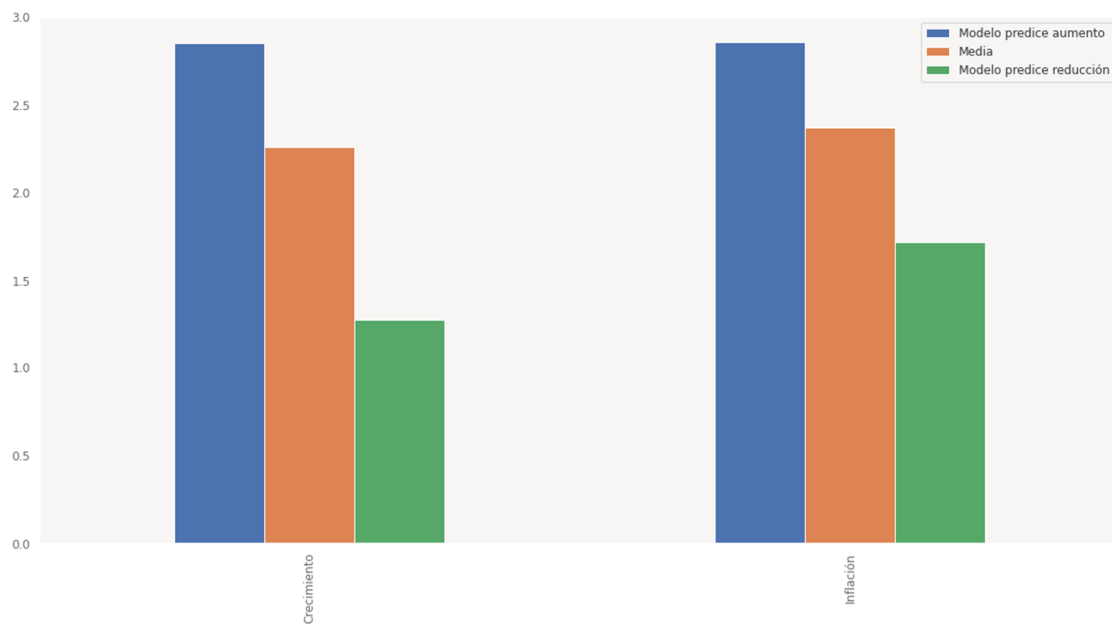
 Yield_curve_z = Curva de rendimientos

Como vemos, las expectativas de crecimiento económico son muy negativas. Aunque este modelo no nos permite saber hasta que punto la economía se puede hundir, luego profundizaremos al respecto desde un punto de vista más cualitativo. Entrando en detalle en los componentes de este indicador, vemos que prácticamente todos están apuntando a deterioro económico. Cabe destacar que todos estos indicadores son adelantados, por lo que también son más volátiles. Dentro de que todos están en negativo, los que más están apuntando a la baja son las condiciones financieras de los negocios y las expectativas de los consumidores. En ambos casos están vinculados a los tipos de interés y a la inflación, por lo que tiene sentido que sean los que más intensamente apuntan a caídas.

Por encima de estos, tenemos la curva de tipos y las expectativas de las empresas medidas por el indicador nuevos pedidos frente a los inventarios. Este nos permite interpretar la opinión de las empresas con respecto a la economía. Por último, tenemos el déficit fiscal, el cual todavía está elevado, puesto que, aunque los gobiernos han reducido su intensidad, siguen aplicando políticas expansivas o no lo suficientemente restrictivas. De hecho, en las últimas semanas han sido noticia precisamente este tipo de divergencias entre políticas fiscales y monetarias.

Aunque pueda parecer sencillo el modelo, lo cierto es que hemos escogido indicadores que representan tanto la oferta como la demanda. Estas dos fuerzas suelen retroalimentarse mutuamente, de forma que si ambas apuntan en la misma dirección (como estamos viendo actualmente) suelen acentuarse más. Como decía antes, no es un indicador idóneo para identificar

recesiones y incluso depresiones, pero sin duda es perfecto para identificar bajos crecimientos (lo cual incluye recesiones y depresiones) y altos crecimientos. Lo mismo ocurre con la inflación, no nos dice como de elevada o baja puede llegar a ser, pero nos da pistas sobre si se está acelerando o desacelerando. Desde el año 2000 el modelo cuando ha indicado que iba a haber alto crecimiento, este ha estado por encima de la media y viceversa, y lo mismo con la inflación.

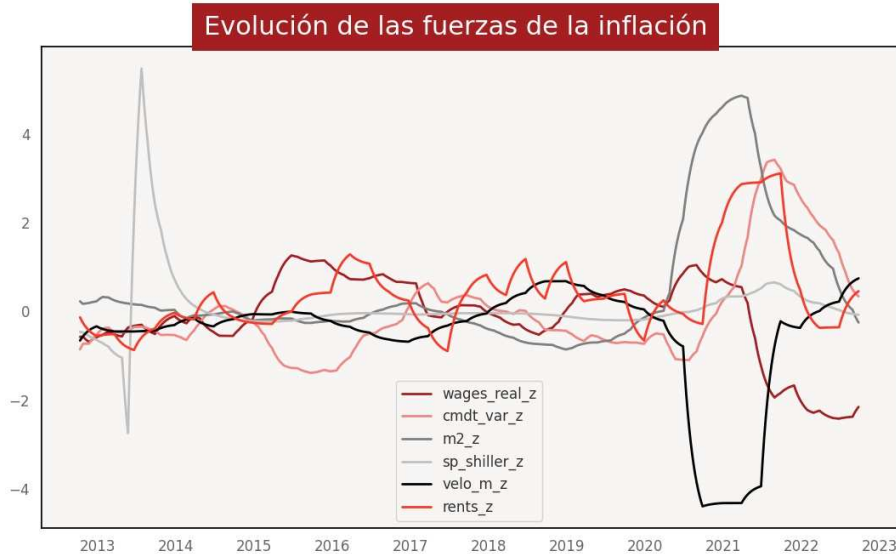


Profundicemos ahora en la inflación.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN



En este caso, vemos como nuestro indicador de inflación hace un año ya nos decía que iban a venir épocas complicadas para la inflación. Esto nos indica claramente que los problemas de inflación serios ya los teníamos mucho antes de que la guerra comenzase y, de hecho, vemos como a pesar de la guerra nuestro indicador ha seguido apuntando a bajadas en la inflación. Y es que si observamos los indicadores que componen este indicador, la mayoría tienen que ver con la demanda y la oferta real de una economía, que son los que realmente mueven la inflación estacionaria.



- ■ Wages_real_z = Crecimiento de los salarios en términos reales
- ■ Cmdt_var_z = Variación del precio de las materias primas
- ■ M2_z = Masa monetaria o dinero en circulación
- ■ Sp_shiller_z = Índice Shiller de precios de viviendas
- ■ Velo_m_z = Velocidad del dinero en circulación
- ■ Rents_z = Precios de los alquileres

Estos indicadores son: los salarios, el precio de las materias primas, la base monetaria medida por el M2, los precios de las viviendas y los alquileres y la velocidad del dinero. Aquí se ve como hoy por hoy lo único que empuja a la baja claramente a la inflación son la pérdida de poder adquisitivo de las familias medido por la caída en los ingresos reales. El resto, vemos que siguen empujando a la inflación (aunque cada vez menos). De seguir esta tendencia, la inflación podría comenzar a dar señales claras de enfriamiento. La clave para que esto ocurra estará, principalmente en si llegamos o no a tener una recesión y de la magnitud de esa recesión.

POSIBLES ESCENARIOS

Pocas dudas tenemos de que el crecimiento se va a deteriorar de cara al año que viene. Ahora bien, no es lo mismo que el crecimiento sea del 1% (que supondría una desaceleración del crecimiento) que sea del -3% (lo que supondría una gran recesión). Aunque el comportamiento relativo en ambos escenarios sea el mismo, es decir, lo defensivo superará a lo ofensivo, la volatilidad y la inestabilidad serán muy diferentes y conviene estar preparados mentalmente de manera diferente en ambos casos (en el primero para mantener una posición ofensiva lista para cuando se vuelva a acelerar el crecimiento y en el segundo para mantener la paciencia necesaria y no entrar antes de tiempo).

Viendo la agresividad con la que los bancos centrales están atacando a la inflación y, consecuentemente, a la economía nosotros somos más partidarios de una recesión que de una desaceleración del crecimiento. De hecho, si todavía no hemos entrado en una recesión es porque los gobiernos continúan incentivando la economía con políticas fiscales. Esto está ya generando problemas porque los bancos centrales se están viendo obligados a aplicar políticas monetarias cada vez más restrictivas para compensar este expansionismo fiscal. En cuanto los gobiernos no puedan emitir más deudas por los altos tipos de interés y cesen en su expansión financiada con deuda, la economía caerá por si sola.

La profundidad de esta crisis, por suerte, no se espera que sea muy elevada. El principal factor que hace que una recesión se convierta en depresión es que los niveles de endeudamiento son muy elevados. Ya hemos comentado en informes anteriores que, de hecho, el endeudamiento tanto de familias como

de empresas está muy contenido, por lo que los riesgos de que esto acabe siendo una depresión son más bien bajos.

Precisamente esta inflación será la que acabe terminando de matar a la inflación. Recordemos que la inflación sigue sosteniéndose principalmente por la demanda. Así lo reflejan los precios de las viviendas, de los alquileres y la velocidad del dinero. Si viene una recesión todo esto se cae y, con ella, la inflación. Así, creemos que el próximo escenario al que la economía se dirigirá será el de FGFI. Veamos ahora como lucen los mercados desde un punto de vista técnico y terminaremos el informe recomendando a que tipos de activos debemos de mantener exposición.

Análisis técnico

RENTA VARIABLE

No es sorpresa para nadie que la renta variable está en una tendencia claramente negativa, situándose por debajo tanto de su media móvil a corto plazo (15 semanas) como de medio plazo (50 semanas). Vemos como el RAY (Russell 3000) en el trimestre intentó romper esa tendencia negativa, pero como veremos cuando analicemos el resto de activos, no tenía el apoyo de nadie y acabó por romper (y con fuerza) de nuevo esa media.



- Ray = Russell 3000
- Ray_mm15 = Media móvil de 15 semanas del Russell 3000
- Ray_mm50 = Media móvil de 50 semanas del Russell 3000

Si lo comparamos con la renta fija y las materias primas, vemos que este ha mejorado mucho su comportamiento a pesar de todo. Esto se debe no a que la renta variable lo haya hecho bien, sino a que la renta fija y las materias primas lo han hecho peor. Lo cual tampoco nos sirve de mucho consuelo.



El análisis de la fortaleza entre varios activos es algo que veremos más a menudo en nuestros análisis, por lo que es importante entender bien a que nos referimos con ella. Básicamente, cuando hablamos de fortaleza de, por

ejemplo, la renta variable representada por el Russell 300 frente a la renta fija representada por el Treasury Note 10 años, nos referimos a si está por encima o por debajo en términos relativos de como estaba el año pasado. Por ejemplo, si el año pasado el Russell 3000 / Treasury Note era de 1,3 y este año es de 1,8 decimos que ha ganado fortaleza; en caso contrario decimos que la ha perdido.

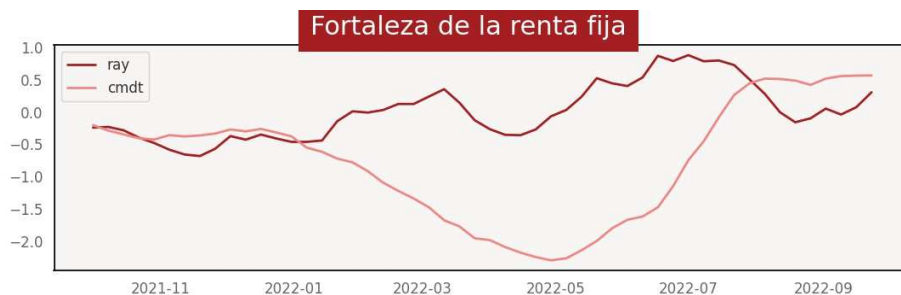
RENTA FIJA

Por su parte, la renta fija también vemos que está claramente inmersa en una tendencia negativa, habiendo intentado también romper esa media de corto plazo, pero cediendo rápido en su intento. La diferencia con respecto a la renta variable es que la renta variable no solo se conformó con romper la media a corto plazo, sino que trató de apuntar a la media a medio plazo. Aquí vemos como realmente la renta fija no dudó en ningún momento en que no era momento de romper su media a corto plazo y, mucho menos, de su media a medio plazo.



- T_note = Treasury Note 10 años
- T_note_mm15 = Media móvil de 15 semanas del Treasury Note 10 años
- T_note_mm50 = Media móvil de 50 semanas del Treasury Note 10 años

Si hacemos la comparación con la renta variable y las materias primas, vemos que este también ha ganado fuerza relativa, pero especialmente con respecto a las materias primas, quienes en este trimestre han sufrido con fuerza.



MATERIAS PRIMAS

Por último, tenemos a las materias primas, las cuales podrían haber comenzado una tendencia bajista como la que estamos viendo actualmente en renta variable y renta fija. Hasta ahora tanto el precio como su media a corto plazo estaban por encima de la media a medio plazo. Sin embargo, en el último mes hemos visto como su media a corto plazo cruzaba su media a medio plazo, dando así una señal de alerta clara sobre la fortaleza de las materias primas.



- ■ Cmdt = CRB Index (Índice de materias primas)
- ■ Cmdt_mm15 = Media móvil de 15 semanas del CRB Index
- ■ Cmdt_mm50 = Media móvil de 50 semanas del CRB Index

Esto se vuelve más preocupante si lo comparamos con la renta variable y la renta fija. Con respecto a estos se ha mantenido muy fuerte relativamente durante todo el año, aunque en el último trimestre se ha hundido claramente en términos relativos, lo cual todavía añade más leña a esa tendencia negativa que está iniciando.



Exposición a activos

Viendo la situación económica y las tendencias y fortalezas de los diferentes tipos de activos, está claro que tenemos que ponernos defensivos y reducir especialmente la exposición a las materias primas. Dentro de la renta variable, deberemos priorizar sectores defensivos y de baja volatilidad, sectores ya maduros y defensivos y empresas líderes en esos sectores. En la renta fija, conviene irse a duraciones cortas y con ratings crediticios altos. Se ha generalizado la idea de que los bonos investment grade han caído más que los high yield. Esto no es cierto, lo que ha caído más han sido los índices de estos tipos de renta fija, pero esto se debe a que los índices de bonos high yield tienen duraciones medias más cortas que los índices de bonos investment grade. Así, la mejor manera de mantenerse defensivos en este escenario es seguir muy cortos de duración y con ratings crediticios altos. Por último, si quieres mantener exposición a materias primas, recomendamos que su peso sea inferior a lo normal en su cartera y concentrada en oro, el cual en caso de que venga una recesión y bajen tipos ofrecerá rendimientos muy positivos.

Conclusión

Llevamos ya 9 meses en este 2022 donde el escenario ha sido desde el principio el de bajo crecimiento y alta inflación. Esto podría cambiar en este cuarto trimestre que enfrentamos ahora a medida que el deterioro económico sigue enfriando aún más las expectativas de inflación. El punto de inflexión pensamos que estará en el momento en que los gobiernos dejen de ir en contra de los bancos centrales. El problema podría estar en si los gobiernos van demasiado lejos e impiden no solo que la política monetaria sea eficaz,

sino que puedan seguir aplicándolas. Esto es lo que pasó hace dos semanas en Reino Unido, donde el gobierno anunció nuevas medidas expansivas y la moneda y su deuda se hundieron, provocando que el Banco de Inglaterra tuviera que intervenir para evitar un desastre financiero.