



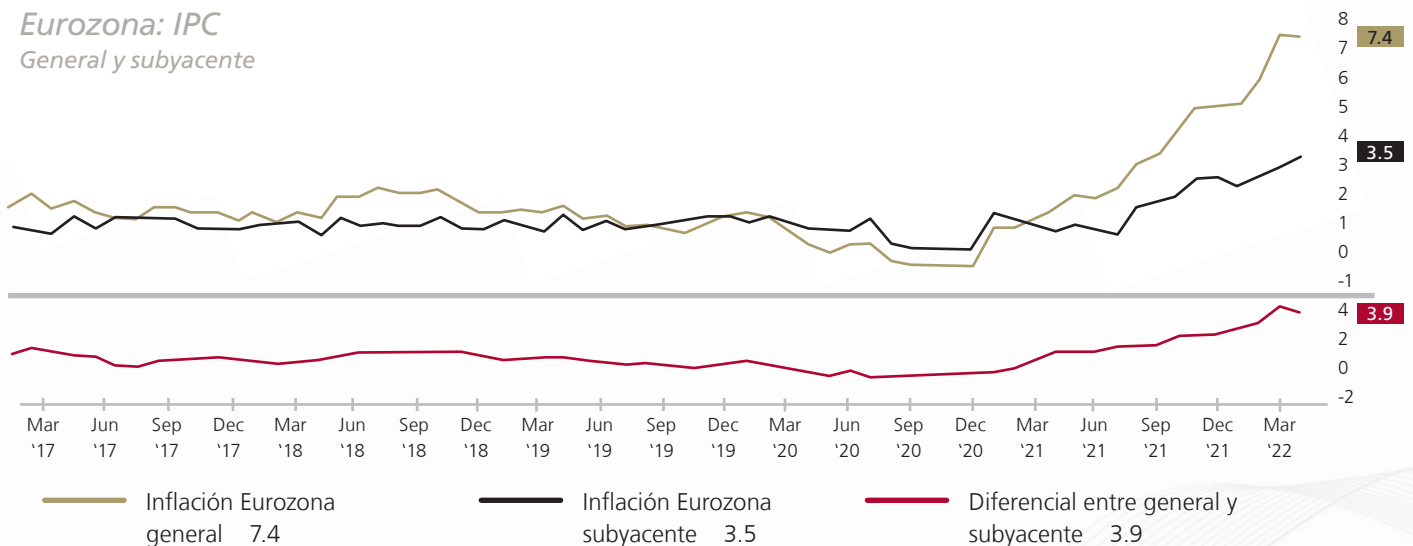
Después de la tempestad viene la calma

La invasión de Ucrania remueve el status quo geopolítico, impacta sobre el precio de las materias primas energéticas y agrícolas, y el confinamiento estricto en China agrava los problemas de suministros.

Una leyenda urbana dice que los años bisiestos acarrearán desgracias. En lo que va del siglo XXI dos años cumplen con esta creencia: 2008 por la Gran Crisis Financiera y 2020 por la Gran Crisis Pandémica. El año 2022, no es bisiesto, pero está siendo protagonista de unos hechos que podrían llegar a transformar el orden político y la economía mundial, siguiendo la famosa sentencia de Lenin, "hay semanas donde pasan décadas". La invasión rusa de Ucrania ha trastocado el *status quo* establecido tras la Segunda Guerra Mundial, ha disparado el precio de las materias primas, no solo del petróleo o del gas sino de muchos productos agrícolas. El estricto confinamiento de grandes ciudades en China, por la política de Covid Cero, está afectando a las cadenas globales de suministros para la producción de una ingente cantidad de bienes en los países occidentales. La consecuencia a corto plazo es un retraso de la reapertura económica: más inflación y menos crecimiento. A medio plazo, cuestiona la política energética seguida por los países occidentales y la

deslocalización de fábricas en países emergentes con regímenes políticos poco fiables. A largo plazo, supondrá un frenazo a la globalización económica y un nuevo orden mundial más polarizado, liderado previsiblemente por EE.UU., China y en menor medida Europa. Las repercusiones políticas, económicas y sociales son, por el momento, imprevisibles.

Eurozona: IPC General y subyacente



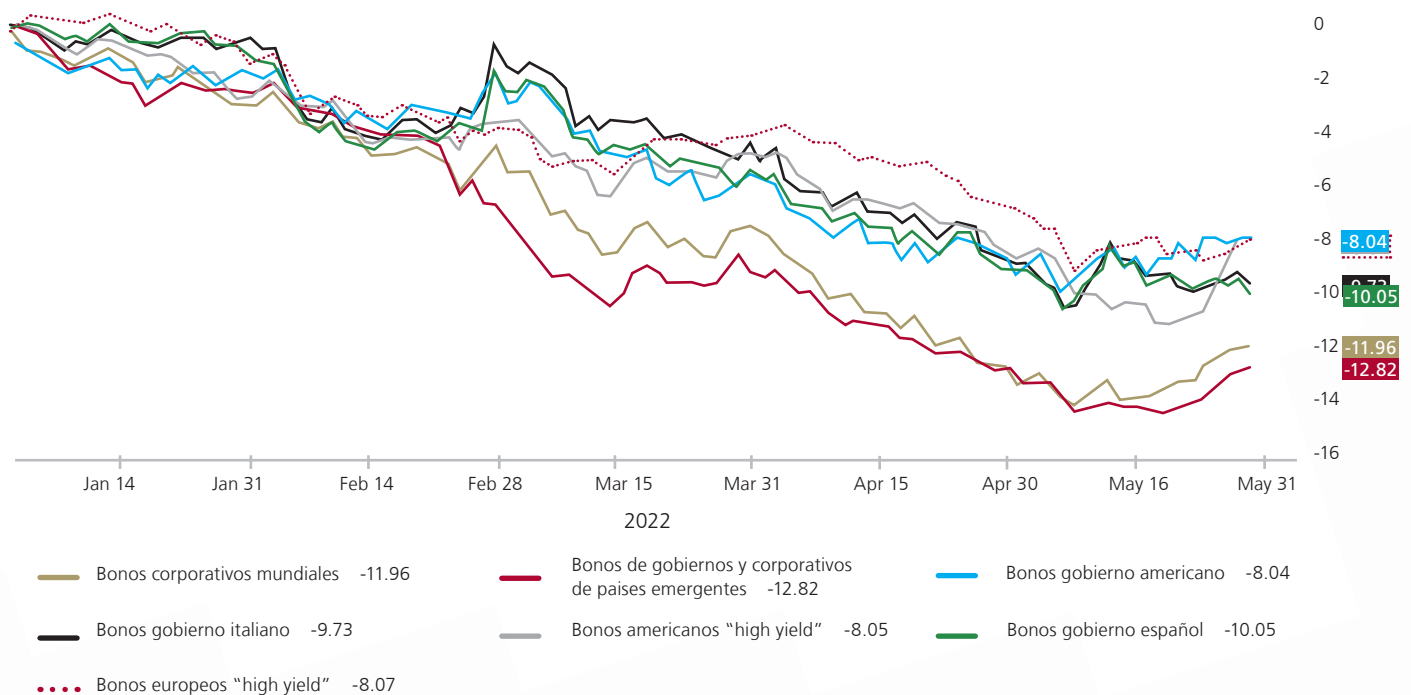
Fuente: Bloomberg Finance L.P. May. '22

Entre los problemas que afronta la economía mundial, quizás el más acuciante, es la inflación y cómo descabezarla al haber pasado de transitoria a persistente. Sostienen los economistas que, paradójicamente, la manera más rápida de acabar con los precios altos son, precisamente, los precios altos. Esto es que, una subida rápida e intensa de precios en determinados bienes o servicios, provocará una reducción de la demanda que restablecerá la situación de partida, haciendo caer sus precios. Este argumento, siendo razonable, solo ocurre cuando la demanda fluctúa ante variaciones de los precios, pero no cuando es poco sensible o inelástica como en el caso de los bienes energéticos. En esta circunstancia, los consumidores continuarán gastando o derrochando energía, bien porque tiran de ahorros, bien porque reducirán la demanda de otros productos o servicios. Otra forma de yugular la inflación, es que los bancos centrales suban los tipos de interés para encarecer la demanda de dinero, reduciendo así, el apetito por el consumo. La duda y la clave es cuánto deberían subir los precios de los bienes o del dinero, para reducir la demanda de empresas y consumidores sin que descarrile el crecimiento económico. Los ciclos de crecimiento económico no mueren de viejos, son asesinados por los bancos centrales al endurecer la política monetaria. Empiezan subiendo los tipos de interés para conseguir un aterrizaje suave del crecimiento económico y, por lo general, terminan causando un aterrizaje brusco de la economía.

Todos estos temas son los que están afectando a la evolución de los mercados financieros, sin dramatismo por ahora, aunque en algunos casos, las correcciones empiezan a ser llamativas. Cae la renta variable global (el índice MSCI Global se deja ya un 18 %), caen los precios de los bonos, se deprecian todas las monedas frente al dólar, se amplían los diferenciales de crédito y suben los precios de las materias primas energéticas y agrícolas. La novedad, en esta ocasión, es que la renta fija no ha servido para contrarrestar las pérdidas de la renta variable. La aplicación de políticas monetarias restrictivas de los bancos centrales, ha impactado a lo largo de toda la curva de tipos y los índices más representativos muestran pérdidas abultadas, en un rango del -8 % (los bonos de gobierno americanos) al -12 % (el índice de renta fija de países emergentes). Tendríamos que remontarnos hasta 1994, para observar pérdidas similares en esta clase de activo. **El lado bueno es el regreso, en Europa, a tipos de interés en terreno positivo. En Alemania, el rendimiento de los bonos de gobierno con vencimiento 2 años, ha pasado de tener que pagar el inversor un 0,60 % anual a recibir un 0,40 % anual por invertir en los mismos títulos. Y en países como España e Italia, el bono de 2 años alcanza ya una rentabilidad del 0,70 % y del 1 %, respectivamente.**

Rendimiento índices de renta fija

Acumulado año 2022



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. May. '22

No es agradable ver caer las cotizaciones de las acciones o de los bonos y tampoco tener escasa visibilidad sobre por donde va a evolucionar la economía global. Podemos, eso sí, hacer comparaciones con situaciones pasadas de dudas y vacilaciones, pensar y confiar que, incluso en peores momentos, el mundo ha conseguido salir adelante.

Si adoptamos este punto de vista, las correcciones en torno al 15-20 %, en lo que llevamos de año, de muchas clases de activos en nuestro universo invertible, son una oportunidad para posicionarse a medio/largo plazo. El éxito en inversiones financieras se consigue, primero y primordialmente, con diversificación por clases de activos y por áreas geográficas; en segundo lugar, por mantener la calma ante reveses de los mercados; y, en tercer lugar, aprovechando las oportunidades que surgen en el camino.

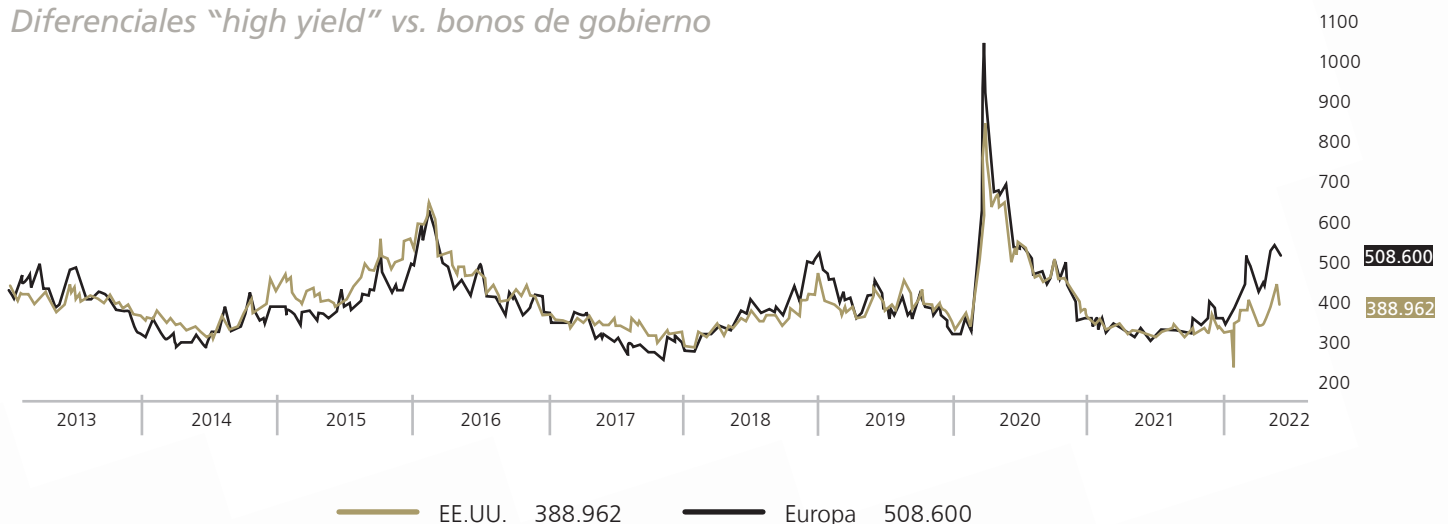
El éxito en inversiones financieras: diversificación, paciencia y aprovechar las oportunidades que surgen en el camino

Una cartera diversificada, en los últimos años, exigía una proporción no desdeñable en renta variable global, pero adolecía de un activo cuyo peso se había reducido o excluido temporalmente: bonos de gobiernos con retornos negativos y, de un peso excesivo en liquidez. Con una inflación controlada por debajo del 2 % tenía sentido esta distribución, pero quizás ha llegado el momento de replantearse si deberíamos o no añadir más riesgo a esta parte de la cartera.

Los bonos de gobiernos de países desarrollados, van a seguir presionados por las subidas de los tipos de intervención de los bancos centrales, para frenar la inflación. El nivel de tipos de interés de los bonos gubernamentales, el segmento más conservador de la renta fija, a pesar del repunte continúa sin cubrir el riesgo de inflación, ni el actual ni el esperado para los próximos años. Lo mismo ocurre con los bonos corporativos de mejor calificación crediticia. Podemos invertir en estos activos esperando una ganancia de capital y como cobertura natural de las posiciones en renta variable, pero es dudoso que sean capaces de mantener el poder adquisitivo de nuestro dinero.

Donde se pueden abrir nuevas oportunidades es en bonos de alta rentabilidad (high yield), conocidos también con un apodo muy poco afortunado: bonos basura. Estos bonos están calificados por las agencias de rating por debajo de BBB y constituyen el segmento más arriesgado de la renta fija. Son los bonos con una correlación más elevada con la renta variable. Para evaluar la conveniencia de tener en cartera estos bonos hay que fijarse en dos variables: **el diferencial que ofrecen sobre la rentabilidad de los bonos de mejor calificación crediticia y en la tasa media de impagados.** Respecto al diferencial de rentabilidad sobre los bonos mejor calificados (normalmente se utilizan los bonos del tesoro americanos en EEUU y los bonos alemanes en la Eurozona como se muestra en el gráfico): en Europa, un índice de bonos high yield ofrece 5,35 puntos porcentuales respecto al bono alemán. Esto es, si el bono alemán de 10 años remunera al inversor con un 1 % anual, una cartera de bonos *high yield* rentaría 6,35 % anual en el mismo período. En EE.UU., cuyo bono de 10 años alcanza cerca de un 2,80 % anual, una cartera de high yield estaría ofreciendo un 7,25 %. **Lógicamente, se asume más riesgo que invirtiendo en una cartera de bonos gubernamentales y las oscilaciones de sus precios entre el momento de la inversión y el vencimiento pueden ser significativas.** A cambio, y si no se tiene ninguna necesidad de vender a corto plazo, se obtiene una rentabilidad que cubre con creces la inflación esperada.

Diferenciales "high yield" vs. bonos de gobierno



Fuente: JP Morgan & Credit Suisse & Bloomberg. May. '22

La otra variable a considerar es la tasa de impago media del universo *high yield*. En EE.UU., se sitúa en torno al 1,7 %, nivel que se encuentra en el rango bajo de su evolución histórica. En la Gran Crisis Financiera llegó hasta el 14 % y en otros momentos críticos se movió entre el 6-10 %. En Europa la situación es similar.

Tasa de impago en el mercado High Yield de EEUU



Fuente: Moody's y Goldman Sachs

Cuando la tasa de impagados se dispara, se amplían los diferenciales de estos bonos respecto de aquellos con mejor calificación crediticia. El hecho, ahora, es que se ha ampliado el diferencial mientras que la tasa de impagados se ha mantenido. Una explicación razonable, podría ser, que el mercado prevé que se avecina una recesión provocada por la lucha contra la inflación de los bancos centrales. Dependiendo de la gravedad de esa "posible" recesión invertir ahora en una cartera diversificada de bonos *high yield*, podría ser la oportunidad o no. Como conclusión, ante un futuro incierto, los pesimistas siempre piensan que todo va a empeorar y aunque acierten a corto plazo, a largo siempre se equivocan. Esperemos que, esta vez, también vuelvan a errar.



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/ financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Reg. Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965. Inscrita con el nº 15 en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.