

Presentación

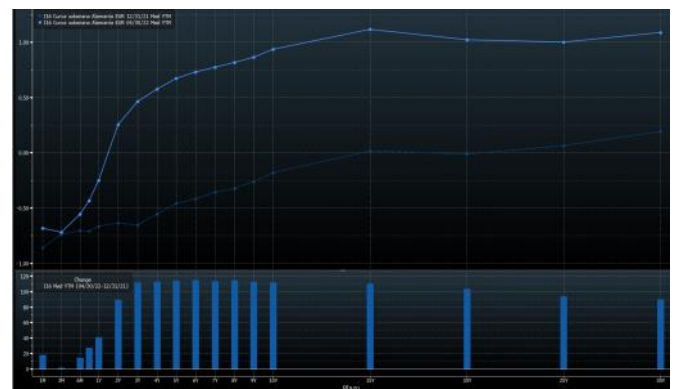
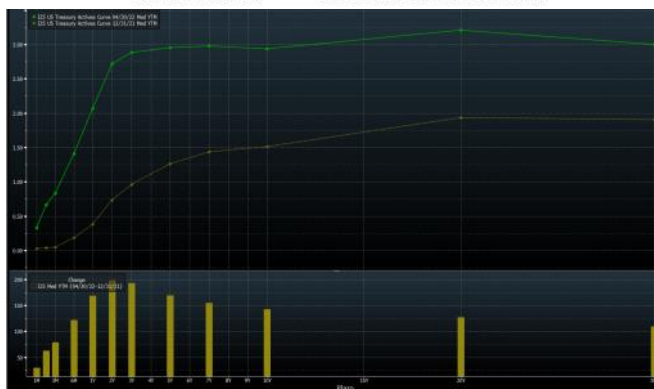
Este mes analizamos cómo el mercado vuelve a poner el foco en la subida de tipos de interés, ya una realidad en Estados Unidos y en Europa cada vez más próxima, dados los niveles de inflación disparados a nivel global. La guerra, por desgracia, ha pasado a un segundo plano, y aunque se mantienen negociaciones sobre nuevos paquetes de sanciones, parece que el mercado ya ha descontado los peores escenarios.

Además, ponemos el foco en el análisis de la historia de la inflación en España y, como cada trimestre, analizamos las rentabilidades del mercado de planes de pensiones de empleo y los perfiles de inversión con los datos de INVERCO.

Evolución de mercado

El temor a la inflación sigue patente, ya que mes tras mes, vemos datos más elevados y parece que, por impensable que parezca, el dato del mes siguiente marca niveles superiores. Esta tendencia, con datos cercanos al doble dígito, parece que continuará en mayor o menor medida hasta el verano, ya que fue en el verano de 2021 cuando uno de los componentes que mayor efecto tienen en el cálculo, el petróleo, inició las fuertes alzas hasta los precios que tenemos hoy en día.

Se preveía en un primer momento que estos datos afectarían únicamente a energía y productos frescos, por el efecto de los “cuellos de botella”, pero en los últimos meses se observa como se está trasladando a la subyacente, que en USA ya supera el 6% y en Europa se aproxima rápidamente al 4%, debido a los considerados efectos de segunda ronda. La laxitud de las políticas monetarias en ambos lados del Atlántico y el efecto de la salida de la pandemia Covid ya habían disparado los precios antes del verano de 2021, pero el ritmo se ha incrementado con la invasión de Ucrania, que ha disparado más si cabe los precios de la alimentación y energía por las sanciones a Rusia, generando graves problemas de funcionamiento a empresas por el incremento de costes que no han tardado en repercutir al producto. El último efecto se está viendo en salarios, observándose en USA que no hay mano de obra disponible, ofertándose dos empleos por cada desempleado según los últimos datos. En Europa los salarios empiezan a subir, todavía por debajo de la inflación, pero si la tendencia sigue igual deberían seguir aumentando, ya que una vez más la crisis acaba soportada por los hombros de los trabajadores.



Los Bancos Centrales ya están actuando. La FED ha subido tipos al 0,75%, -1% en la última reunión, y se espera que a final de año los tipos estén próximos al 3%. Para Europa, aunque con más retraso, el consenso también prevé subidas después del verano. Los tipos efectivos ya han subido y vemos en USA el bono a 2 y 10 años próximos al 3%, aunque la curva ha dejado de estar invertida, o el bono alemán a 10 años se aproxima al 1% cuando hace apenas 4 meses estaba en negativo.

Estas subidas están generando un nuevo temor, que veremos si se agrava en los próximos meses, sobre si los Bancos Centrales puedan provocar una recesión, ya que con la subida de tipos, el crecimiento de la economía se frena y los países y empresas están muy endeudados. La situación es complicada, y veremos si los bancos centrales son capaces de conjugar la contención de la inflación con mantener, aunque algo más bajo, el crecimiento de la economía.

1. ESPAÑA, UNA HISTORIA DE ALTAS INFLACIONES



Posiblemente la gente joven, o que no ha estudiado el pasado, se escandaliza cuando ve datos de inflación en España próximos al 10%, aunque cuando miras años más atrás, somos un país “acostumbrado” a vivir con altas tasas de inflación, situación provocada en gran medida por la fuerte dependencia energética de terceros países.

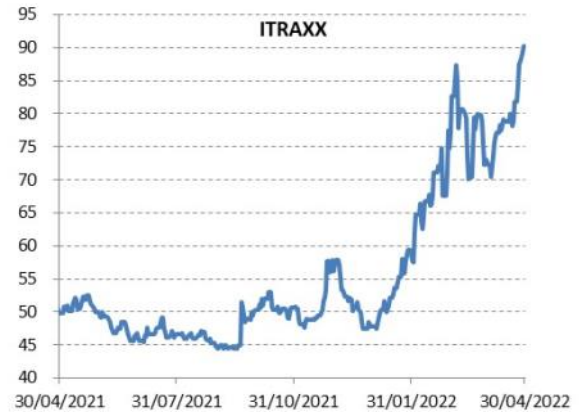
Con el compromiso de entrada en la Unión Monetaria Europea, España realizó una fuerte contención de su inflación y demás desequilibrios existentes, consiguiendo reducirla al 4% y posteriormente, con la entrada en el Euro, y una política monetaria centralizada, la inflación ha ido cayendo a niveles insospechados, e inferiores al objetivo del 2% del entorno de la zona euro.

El problema es cómo actuar ahora para reducirla. Se habla de un pacto de rentas, con la esperanza de que funcione igual que en los 80, o se confía en la tradición alemana contraria a la inflación, aunque los alemanes, parecen ahora más pendientes de mitigar el efecto en su economía del gas ruso, ya que una política monetaria restrictiva todavía empeoraría mas la situación.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Como veíamos en la primera parte, la subida de la inflación está provocando un fuerte repunte de tipos de interés en todos los activos de renta fija, y en especial de la deuda publica, que están generando fuertes caídas en todos los plazos, si bien por el contrario, a estos niveles, el “carry” empieza a ser atractivo, pues para carteras defensivas, un 2% de rentabilidad a 10 años puede empezar a ser interesante. Así, el bono español repunta en el mes 54 pb hasta el 1,97%, mientras que el alemán también aumenta 39 pb hasta el 0,94%, aumentando la prima de riesgo española 15 pb hasta los 104 pb. Se aprecia cierto incremento del riesgo de las economías periféricas.

Por el lado corporativo, también se empieza a tensar la “prima de riesgo” de las empresas, como se observa en el repunte del índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, que también cierra el mes en máximos del último año, incrementando 17 pb hasta los 90 pb.



Mercado	Índice	Rent. Abril	Rent. 2022
Gobierno	Deposito 1 día	-0,05%	-0,19%
Gobierno	Deposito 1 año	-0,24%	-0,75%
Gobierno	Europeo 1-3 años	-0,64%	-1,68%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-1,43%	-4,34%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-2,23%	-6,62%
Gobierno	Español 1-3 años	-0,63%	-1,91%
Gobierno	Español 3-5 años	-1,49%	-4,58%
Gobierno	Español 5-7 años	-2,41%	-6,92%
Gobierno	Americano 3-5 años	-1,60%	-5,74%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	-0,84%	-2,64%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	-1,95%	-6,12%
Corporativo	ML Europeo	-2,77%	-7,89%
Corporativo	Americano 3-5 años	-2,88%	-7,99%
Corporativo	High Yield Europeo	-2,73%	-6,75%
-	Emergentes	-4,33%	-13,15%

En esta situación, todos los índices de renta fija se sitúan en negativo, tanto en el mes como en el año, con los índices de deuda publica de corto plazo funcionando mejor por su carácter de refugio.

En este entorno, la deuda pública española registra rentabilidades algo peores que la europea en los plazos más largos, con el 5 - 7 años dejándose un 2,41% frente al 2,23% en el mes, y acumula pérdidas en el año del 6,92% y 6,62%, respectivamente. En el lado corporativo, también recortes, con los plazos más largos dejándose un 2,77% en el mes, 7,89% en el año. El mercado emergente, vuelve a ser el peor del mes, por la fortaleza del dólar, bajando un 4,33%, acumulando en el año minusvalías del 13,15%. El high yield, no está funcionando mal a pesar del mayor riesgo diferencial, dejándose un 2,73% en el mes, un 6,75% en el año. Los índices americanos en línea con los europeos, un -1,60% el índice de gobiernos y un -2,88% en el corporativo, y un -5,74% y -7,99% respectivamente en el año.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Abril	Rent. 2022
España	Ibex 35	2,63%	-0,08%
Europa	Eurostoxx 50	-2,08%	-10,85%
EE.UU.	S&P 500	-8,72%	-12,92%
EE.UU.	Nasdaq 100	-13,34%	-21,06%
EE.UU.	Dow Jones	-4,82%	-8,73%
Reino Unido	FTSE 100	0,76%	3,66%
Suiza	SMI	0,86%	-3,45%
Japón	Topix	-2,40%	-3,54%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-5,75%	-12,65%

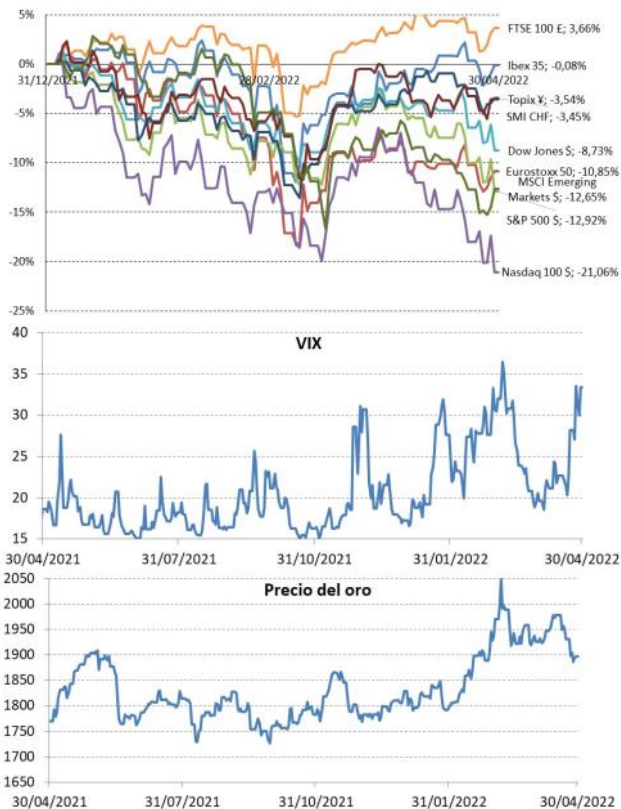
*Rentabilidades con dividendos en todos los índices y en divisa local.

La renta variable sigue sufriendo momentos de alta volatilidad, aunque dependiendo del mercado al que miremos podemos pensar que no hay de qué preocuparse. Si nos focalizamos en la tecnología, sector estrella en la última década, podemos pensar que se acaba el mundo, con un alto número de pequeñas empresas perdiendo por encima del 70% de su capitalización bursátil.

En esta situación, vemos al Ibex 35, el patito feo de las bolsas mundiales en los últimos años, subiendo un 2,63% en abril, seguido por el SMI o el FTSE 100 con ascensos cercanos al 1%. En el lado contrario, como apuntábamos, el Nasdaq 100 cede un 13% en el mes o el S&P 500 cerca del 9%.

En el acumulado del año, los números rojos son mayoría, con el Nasdaq perdiendo un 21%, el S&P 500 o el emergente con descensos cercanos al 13%, o el Eurostoxx 50 que también se deja un 11%. El único en positivo es el FTSE 100, que suma en el año un 3,66% a pesar de los problemas de su gobierno con las últimas elecciones y fiestas durante el Covid, mientras que también destaca el Ibex que está prácticamente plano, con un -0,08%.

La volatilidad vuelve a niveles del inicio de la invasión de Ucrania, agudizándose el temor a que la actuación de los Bancos Centrales para contener la inflación acabe por generar una recesión global. El índice VIX se acerca de nuevo a los 35 puntos, aunque el precio del oro sigue en pleno retroceso después de que llegara a tocar los 2.050\$ la onza. En los últimos comentarios venimos destacando la importancia de mantener la estrategia en entornos tan volátiles, aunque tras los repuntes vistos en la renta fija, ésta podría empezar a generar algo de interés, ya que los cupones de las nuevas emisiones empiezan a ser atractivos para inversores defensivos y hay riesgo de que el mercado se haya pasado de frenada con las expectativas de subidas de tipos. La renta variable europea parece ofrecer más visibilidad que la americana, por la escasa exposición a tecnología, aunque es importante destacar la conveniencia de una diversificación adecuada en entornos complejos como el actual.



4. MERCADOS DE DIVISAS

El mercado de divisas también ha tenido una alta volatilidad, observándose una fuerte fortaleza del dólar frente al resto de divisas, ya que la FED se muestra contundente a la hora de frenar la inflación y su economía ya que a pesar del mal dato del último trimestre, sigue mostrando solidez, con un desempleo prácticamente en mínimos.



Div / Eur	Rent. Abril	Rent. 2022
DÓLAR	4,97%	7,87%
LIBRA	0,44%	0,24%
YEN	-1,58%	-4,34%
FRANCO SUIZO	-0,52%	1,08%
YUAN	1,10%	3,82%

Las variaciones más destacadas en el mes han sido la apreciación del dólar, próxima al 5%, que le acercan a niveles próximos a la paridad, 1,05\$/€, seguido del yuan que también se aprecia un 1% frente al euro, mientras que el yen mantiene su depreciación del año, siendo del 1,58% en el mes de abril.

En el año, gran parte de las divisas se aprecian frente al euro, el dólar casi un 8% o el yuan prácticamente un 4%, mientras que otras divisas como el yen se deprecia más de un 4%. El resto de divisas europeas, aunque se aprecian, el movimiento es de inferior cuantía, en torno al 1%.

Perfiles Modelo

La naturaleza de los fondos de pensiones obliga a que el análisis financiero relevante se realice a largo plazo, tratando de evitar caer en el cortoplacismo. Sin perjuicio de ello, se analizan tres perfiles de riesgo: defensivo, moderado y agresivo, que pueden representar, de forma agregada y bastante aproximada, la mayor parte de las actuales estrategias de inversión de los fondos de pensiones, sin que en ningún caso éstas representen una propuesta o recomendación de inversión.

		Defensivo	Moderado	Agresivo
Tesorería	Liquidez	5,0%	5,0%	5,0%
Renta fija	Gobierno Europeo 3-5Y	14,0%	12,0%	8,0%
	Gobierno Español 3-5Y	35,0%	20,0%	10,0%
	Gobierno Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	7,0%
	Corp. Euro 3-5Y	20,0%	18,0%	15,0%
	Corp. Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	5,0%
	High Yield Europeo	3,0%	5,0%	5,0%
	Emergentes	3,0%	5,0%	5,0%
Renta variable	España	1,5%	5,0%	5,0%
	Zona Euro	4,0%	10,0%	10,0%
	América	3,0%	7,0%	12,5%
	Japón	0,0%	0,0%	5,0%
	Emergentes	1,5%	3,0%	7,5%

Índice	Rentabilidad			Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Abril	2022	
Defensivo	1,57%	-1,74%	-5,46%	2,24%
Moderado	2,73%	-1,78%	-5,83%	3,92%
Agresivo	4,26%	-2,03%	-6,06%	5,12%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Fuertes caídas en los tres perfiles de inversión, ya que todas las categorías de activos restan rentabilidad a las carteras, independientemente del riesgo asumido, ya que los descensos son similares en renta fija y variable, siendo la divisa el único activo que mitiga algo estas correcciones en carteras que no cubren divisa.

*Los índices incluyen rentabilidad por dividendo, divisa cubierta y unos gastos por comisión del 0,3%.



En este escenario, los tres perfiles muestran correcciones similares, con el perfil agresivo dejándose un 2,03%, seguido por el perfil moderado, que cede un 1,78% y el perfil defensivo, muy afectado por la mala evolución de la renta fija retrocede un 1,74%.

En el año, los tres perfiles con muy mala rentabilidad y pequeñas diferencias a pesar de los diferentes niveles de exposición al riesgo, con un perfil agresivo que terminó con caídas superiores al 6% y el defensivo retrocede un 5,46%.

La volatilidad interanual repunta con fuerza en los últimos meses y se sitúa en la horquilla del 2,24% para el perfil defensivo y del 5,12% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles queda entre el 1,57% y 4,26%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,7% anual. Estas rentabilidades, aunque positivas, empiezan a perder atractivo frente a la inflación que, de mantenerse un tiempo en niveles similares a los actuales, mostrará unas rentabilidades reales más modestas.

MADRID	BILBAO	BARCELONA
Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta	Lutxana, 6—4º dcha. D	Av. República Argentina, 6—Principal 3ª
28003 Madrid	48008 Bilbao	08023 Barcelona
Tel.: 91 451 67 00	Tel.: 94 415 90 68	Tel.: 93 272 06 17
cpps.mad@consultoradepensiones.com	cpps.bio@consultoradepensiones.com	cpps.bcn@consultoradepensiones.com

Aviso Legal

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por CPPS sobre su exactitud, integridad o corrección.

Los productos, opiniones, estimaciones o recomendaciones que se expresan en la presente declaración se refieren a la fecha que aparece en el mismo y por tanto, pueden verse afectados, con posterioridad a dicha fecha, por riesgos e incertidumbres que afecten a los productos y a la situación del mercado, pudiendo producirse un cambio en la situación de los mismos, sin que CPPS se obligue a revisar las opiniones, estimaciones o recomendaciones expresadas en este documento.