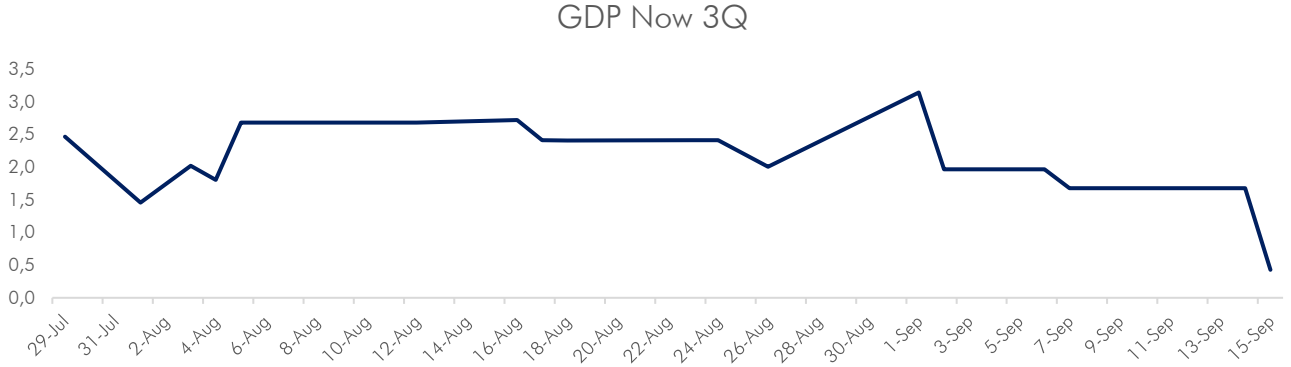
A falta de un día para conocer la decisión de la Reserva Federal sobre los tipos de interés, los mercados bursátiles continúan profundizando las caídas durante este mes de septiembre. Como ampliamos en la anterior nota tras la publicación de los datos de inflación estadounidense, la probabilidad de una subida de tipos de 100 pbs es cada vez mayor. Con todo, la opinión generalizada por los futuros de los fondos federales es de una subida de 75 pbs con una probabilidad del 80%. Esta actuación situaría los tipos de referencia en la horquilla del 3%-3,25%, lo que supondría hasta 12 subidas desde que se iniciara el proceso en marzo de este año. Dicho esto, los futuros descuentan con una probabilidad del 60% una subida adicional de 75 pbs tras la reunión del FOMC (FED) de noviembre y de una subida de 50 pbs en diciembre. De cumplirse, los tipos concluirían 2022 situados en la horquilla del 4,25%-4,5%, su nivel más elevado en los últimos 15 años. Que la Reserva Federal va a anteponer controlar la inflación a mantener el crecimiento económico es ya evidente. Los diferentes 12 Distritos Federales de la FED son una fuente de información primordial para conocer y analizar la situación de las condiciones económicas del país norteamericano. La Reserva Federal de Atlanta elabora una estimación continua del crecimiento del PIB real basada en los datos económicos disponibles para cada trimestre. El indicador, conocido como "GDPNow", estimaba al inicio del tercer trimestre un fuerte rebote para la economía estadounidense indicando un crecimiento del 2,1% para este 2022. Sin embargo, la predicción actual ha empeorado significativamente hasta marcar un leve crecimiento del 0,5%. Lo llamativo es, que hubo un deterioro significativo desde el 1,5% hasta el 0,5% actual tras la publicación de los datos de inflación y ventas minoristas subyacentes (-0,3% vs +0,1% esperado) correspondientes al mes de agosto. Hay que recordar que la economía estadounidense se encuentra ya en recesión técnica tras registrar dos retrocesos consecutivos en su PIB real durante el primer (-1,6% tasa anualizada) y segundo trimestre (-0,6% tasa anualizada).

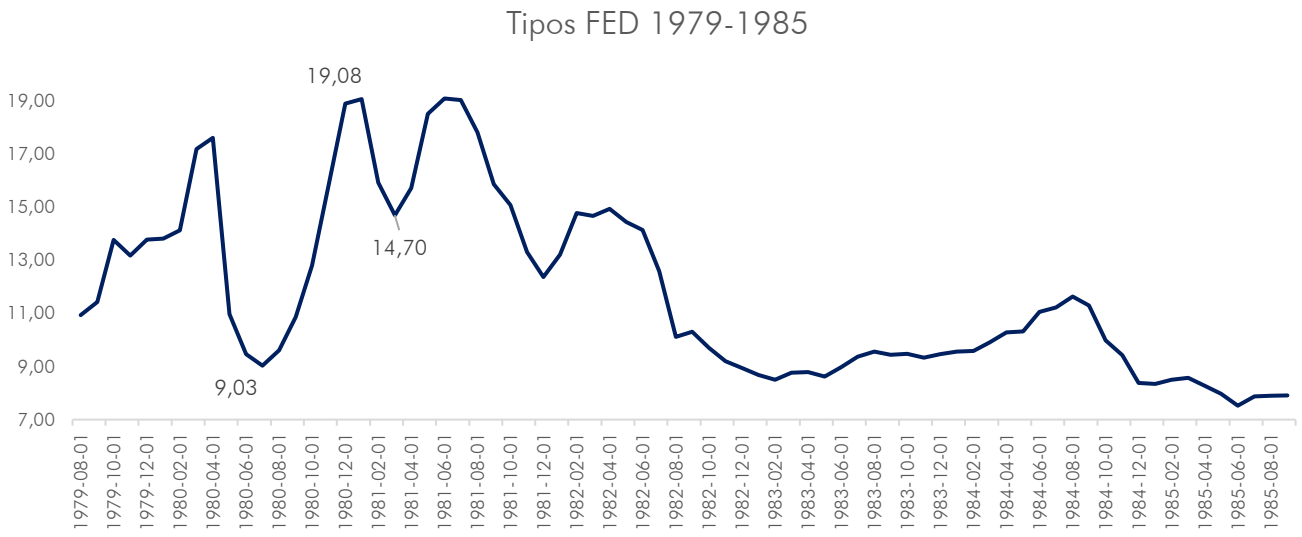


Ya analizamos en nuestro último "Comité de inversiones" que conseguir un crecimiento real en el PIB con unas tasas de inflación tan elevadas (próximas al doble dígito) es muy complicado para una economía madura. Y que, lo realmente preocupante sería ver una disminución en el crecimiento del PIB nominal, ya que significaría una reducción efectiva en el nivel de gasto estadounidense. Dicho esto, aunque el PIB estadounidense se contrajo durante los dos primeros trimestres del año en términos reales (a precios constantes), el crecimiento en términos nominales fue significativamente positivo (1,6% 1Q y 2,03% 2Q).

Los desajustes entre oferta y demanda en el mercado laboral estadounidense son evidentes. Aunque el último informe de empleo reveló un incremento en la tasa de participación, todavía hay aproximadamente el doble de ofertas de empleo que de personas que están buscando actualmente trabajo. Esto se transmite evidentemente en un poder de negociación por parte de los sindicatos. A finales de la semana pasada, la "Asociación de Ferrocarriles Americanos" – grupo que representa a los principales ferrocarriles de carga de América del Norte-, comunicó que, tras más de 20 horas de negociaciones en el Departamento del Trabajo, se había conseguido un incremento salarial para los empleados ferroviarios del 24% durante un periodo de 5 años, con carácter retroactivo desde 2020, incluyendo un pago inmediato promedio de 11.000 USD.

Este incremento salarial se traduce evidentemente en un incremento en los costes y una reducción en márgenes y beneficios. Por lo tanto, si esta práctica se transmite al resto de sectores podemos ver como la presión sobre la inflación es sostenida por unos efectos de segunda ronda derivados de un mercado laboral ajustado. Y, una inflación más elevada, o simplemente que no remita, servirá de "losa" para que la FED continúe con su camino restrictivo escudándose en evitar errores del pasado -Paul Volcker realizó una reducción en los tipos a mediados de 1980 para evitar una profunda recesión, aunque con una inflación todavía disparada, para meses después dar marcha atrás y realizar el ejercicio contrario-.

Para el verano de 1980, la inflación estadounidense estaba cerca el 14,5% (ahora es el 8,3%) y el desempleo alcanzaba el 7,5% (3,7% en la actualidad). Durante el transcurso de 1980 los tipos se dispararon, cayeron brevemente y luego volvieron a subir.



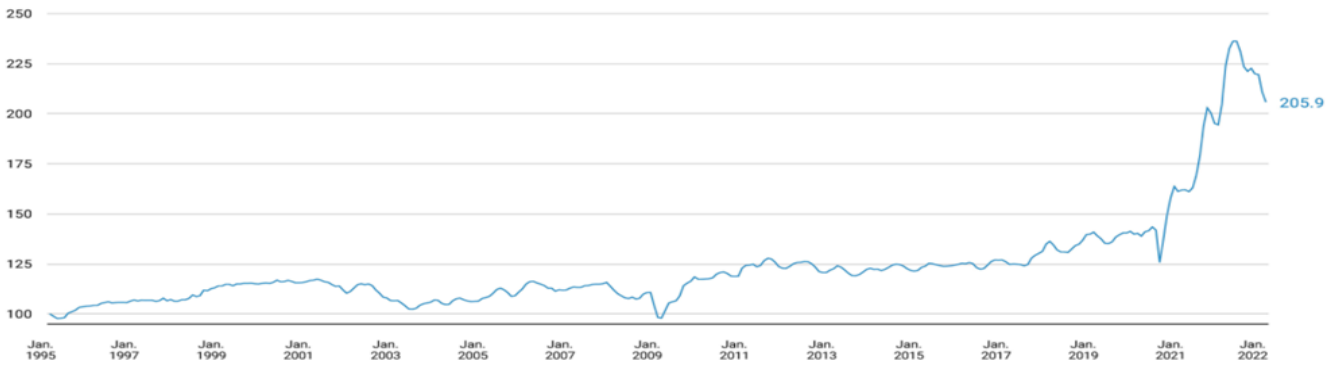
Prácticamente, e inevitablemente, la mayor parte del análisis actual está asociado a la inflación, su comportamiento, y que movimientos puede desencadenar en los activos financieros. Antes de la Covid-19, el IPC se vio impulsado principalmente por la inflación de los servicios. Los productos básicos como los alimentos y la energía fluctuaron, pero fueron contribuyentes relativamente menores a lo largo del tiempo. Los bienes fueron una categoría desinflacionaria durante muchos años con una funcionalidad en constante mejora de los productos electrónicos de consumo e importaciones baratas que inundaban los estantes estadounidenses. Esto cambió

cuando el coronavirus golpeó las cadenas de suministro y la inflación de los bienes se disparó a medida que las medidas de estímulo económico (fiscal y monetario) avivaron la demanda –lo que originó que los minoristas "lucharan" por abastecer su oferta disponible-. Al mismo tiempo, los precios de los alimentos y la energía crecieron con fuerza a medida que el transporte se recuperaba después de los cierres y la OPEP+ se mostraba "disciplinada" a mantener los recortes acordados en la producción de petróleo. Los precios de los alimentos y la energía a menudo se mueven al mismo tiempo, ya que el gas natural se usa para producir fertilizantes y el etanol de maíz se mezcla con gasolina. La inflación de los servicios también aumentó junto con un aumento de los precios de la vivienda y los alquileres.

Llegados a este punto podemos analizar las perspectivas de cada componente: "Bienes", "Energía y alimentos", y "Servicios".

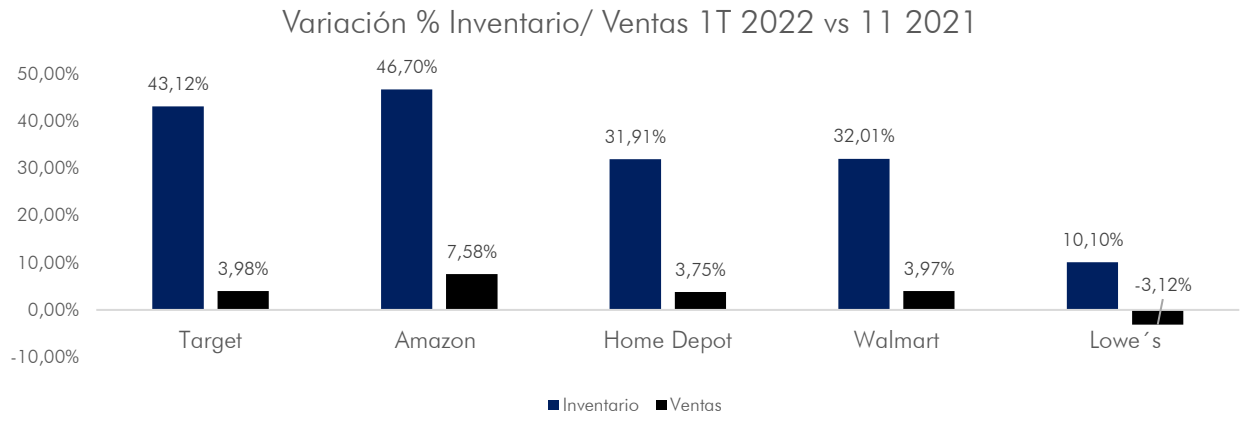
En cuanto a "Bienes", hay que destacar que el mayor contribuidor posterior a la Covid-19 ha sido la categoría de "Productos básicos de transporte menos combustible para motores", es decir, automóviles nuevos y usados. Esto ha sido impulsado en gran parte por la escasez de semiconductores básicos para el sector a lo largo de la cadena de suministro, lo que ha limitado la producción de automóviles nuevos y usados. Nuevos por que los fabricantes han intentado canalizar el suministro de semiconductores hacia los modelos de más alta gama y más rentables; y usados porque la falta de oferta de automóviles nuevos ha servido de driver para los precios de los automóviles usados.

Índice valor vehículos usados de Manheim

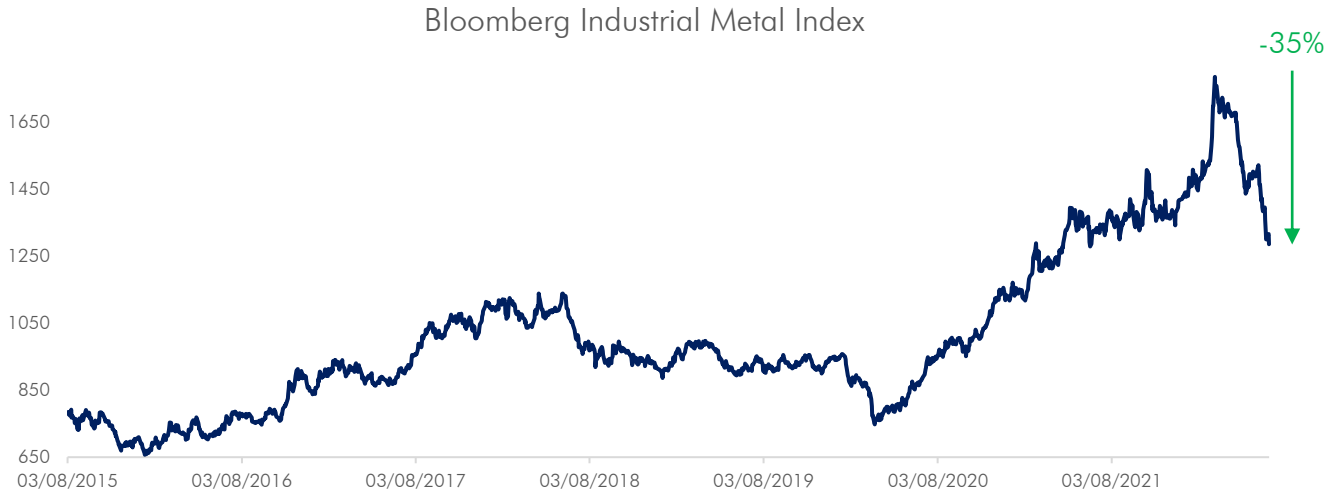


Fuente: Manheim

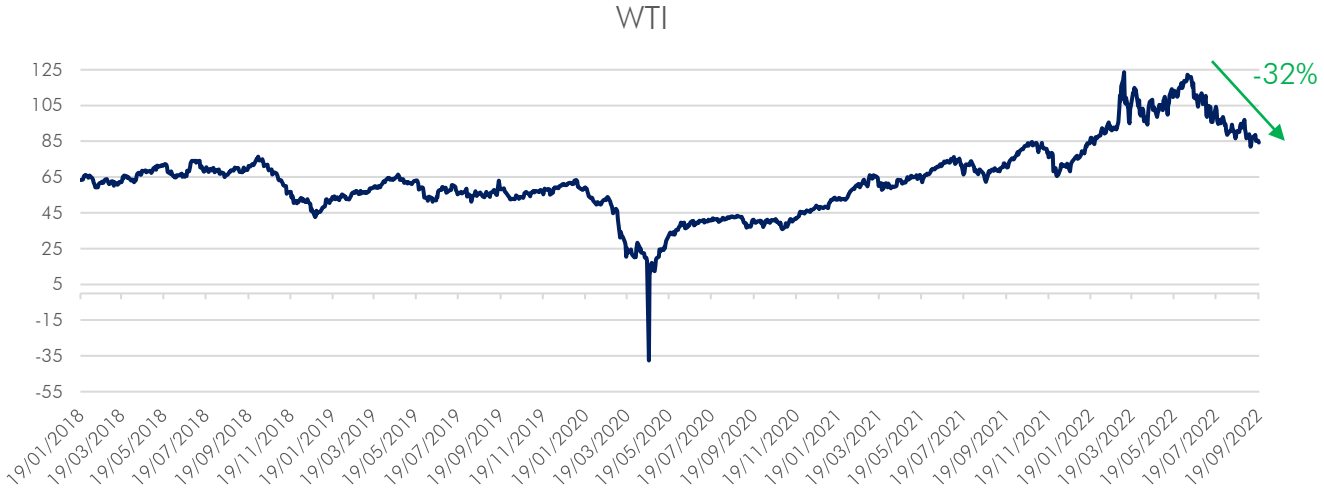
El índice de autos usados de Manheim indica una subida en los precios de los coches usados del 60% en Estados Unidos a lo largo de 2021, algo que no es sostenible y que estamos comenzando a ver cómo remite durante este 2022. Durante los primeros 15 días de septiembre (último dato aportado) los precios disminuyeron un 2,3% con respecto a agosto, experimentando (según el informe) "caídas más altas de lo normal y constantes". Anecdóticamente, este movimiento no ha sido impulsado inicialmente por la oferta –como sí lo sería la subida- sino por la demanda. Aunque sí que es cierto que se ha visto una recuperación en la oferta, tónica que se espera que continúe, la demanda ha sido la principal culpable a medida que aumentan las tasas de interés y se incrementan los pagos mensuales de financiamiento. Siguiendo con la categoría de "Bienes", decir que también hemos notado una mejora en la oferta a medida que los cuellos de botella continúan recuperándose, dando lugar a excesos de inventarios en grandes grupos minoristas, como es el caso de Target, Walmart, Amazon o Home Depot.



En esta línea, destacar que los costes de producción (insumos) también están cayendo a medida que los metales industriales han corregido junto con unas expectativas de desaceleración en cuanto al crecimiento económico mundial. Para muchos metales, como el cobre, China representa más del 50% de la demanda mundial. El índice de metales industriales de Bloomberg ha caído un 35 % desde su máximo de principios de 2022, algo que debería comenzar a influir en los precios de los bienes de producción a su debido tiempo.



Revisemos ahora el componente de la "Energía". Los precios del petróleo alcanzaron su punto máximo en el mes de marzo y han marcado un descenso del 32% a día de hoy (WITI). La invasión rusa de Ucrania y las sanciones posteriores impuestas por Occidente inicialmente avivaron los temores de una posible escasez de petróleo. Sin embargo, la demanda reducida de barriles rusos de Europa ha sido reemplazada por la demanda de India y China.



Del mismo modo, la producción de petróleo rusa también se ha recuperado de su caída inicial posterior a la invasión a 11 mb/d. Con todo esto, y a pesar de que la EIA (Agencia de Información de Energía de EE. UU.) haya indicado que estima un equilibrio entre oferta y demanda de petróleo en los próximos meses, la "Energía", es uno de los componentes que más nos preocupa, ya que el número explotaciones de extracción no ha recuperado el nivel prepandémico (además del evidente problema con el que tendrá que lidiar Europa durante el invierno).

Por parte de los "Alimentos", decir que también deberían comenzar a disminuir –o estancarse- a corto plazo, ya que los precios de las materias primas agrícolas vienen cayendo los últimos meses, aunque han experimentado un ligero repunto durante el mes de agosto. Hay que tener en cuenta que tiende a haber un retraso de hasta seis meses antes de que esto se refleje en los precios de los comestibles. En julio, Turquía ayudó a Ucrania y Rusia a llegar a un acuerdo para reanudar los envíos de granos desde los puertos del Mar Negro, algo que debería continuar relajando los mercados de las *soft* commodities.

Por último, examinemos el componente de "Servicios". La inflación de vivienda representa alrededor del 60% de la ponderación dentro de este componente –compuesto por el coste de vivienda y alquileres-. Hay que destacar que la inflación en vivienda es relativamente "pegajosa", ya que los precios de la vivienda van a la zaga de la actividad más amplia del mercado de la vivienda, como los volúmenes de ventas de viviendas (hasta 9 meses). En los últimos meses, hemos visto un enfriamiento significativo en la actividad a medida que las subidas de tipos hipotecarios, impulsadas por el endurecimiento de la Reserva Federal, han afectado a la asequibilidad (tipo medio hipotecario a 30 años en EE. UU 6% vs 3% en enero).

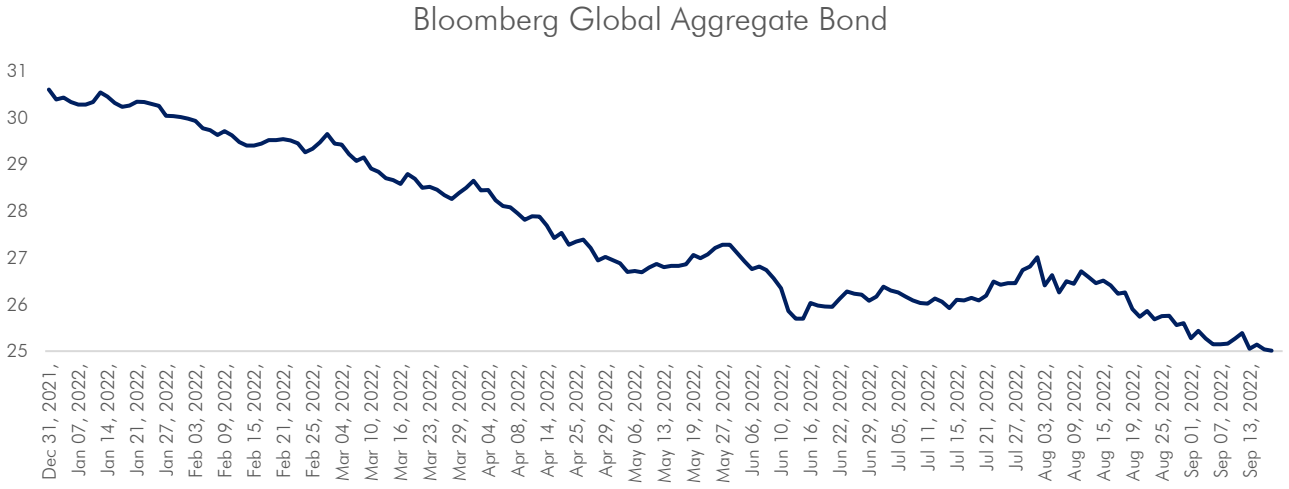
Tipo promedio hipoteca 30-años EE. UU

Por lo tanto, dado este *lag*, a pesar de la caída en la actividad del mercado inmobiliario durante estos meses es posible que solo veamos un pico de inflación en la vivienda hacia finales de 2022, manteniéndose elevado antes de desvanecerse. Recapitulando, podríamos decir que, a pesar de ciertas rigideces en el mercado inmobiliario e incertidumbre en el mercado energético, comenzamos a apreciar fuerzas desinflacionarias ejerciendo presión sobre la inflación en el

corto y medio plazo. Esto se debe a la normalización de las cadenas de suministro, en particular la normalización de los precios de los automóviles usados, y la destrucción de la demanda de petróleo crudo a medida que se desacelera el crecimiento económico. La Covid-19 creó un entorno único de creciente demanda de consumo de bienes a partir de estímulos, así como bloqueos en un suministro restringido por cuellos de botella. Esta combinación podría estar empezando un proceso de reversión a medida que la demanda se ve afectada por el aumento de costes y retirada de estímulos junto con una relajación en los problemas de las cadenas de suministro. De momento, continuamos con cautela con especial atención a todos estos indicadores adelantados, ya que de ellos dependerá la actuación de la política monetaria en los próximos meses. Actuación que marcarán el pulso de los mercados financieros, tanto en renta fija como en renta variable.

Renta fija

La rentabilidad en el año (YTD) del índice Bloomberg Global Aggregate Bond es del -18,3%. Este índice recoge el comportamiento de una cesta de más de 20.000 emisiones de bonos (soberanos y corporativos) así como valores respaldados por activos, respaldados por hipotecas y respaldados por hipotecas comerciales de emisores de mercados desarrollados y emergentes. Hay que tener en cuenta que esta caída es prácticamente idéntica a la experimentada por el S&P 500 (-18,39%) y superior a la del Dow Jones Industrial (-14,78%).

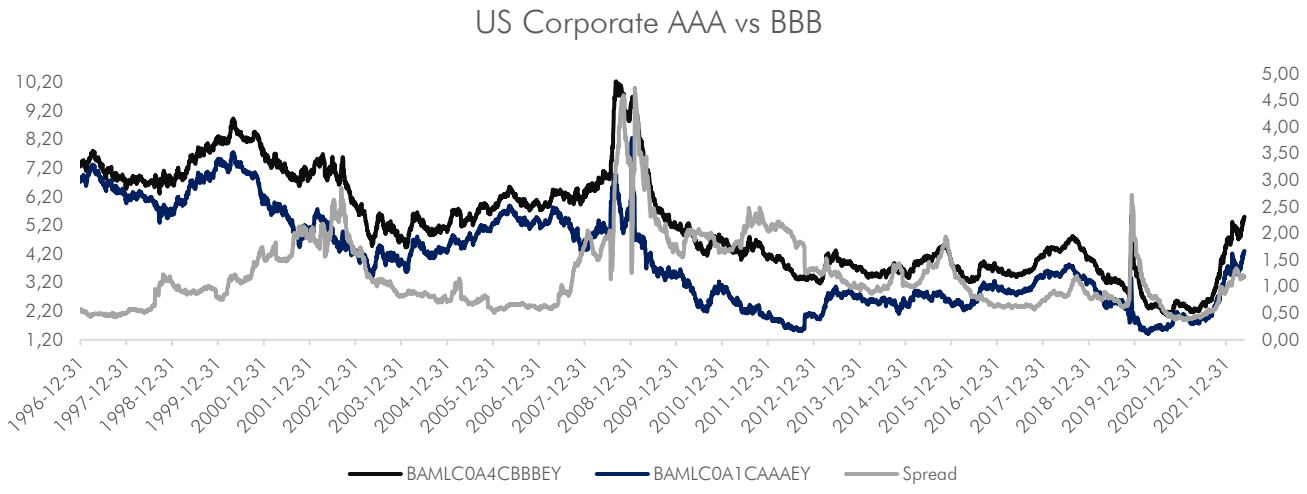


Aunque esperábamos caídas en los mercados de renta fija, de ahí la reducción de duración en nuestras carteras de inversión durante 2021 y la búsqueda de gestión alternativa, vaticinar una caída de tal magnitud parecía imposible. Sin embargo, la inflación más alta de los últimos 40 años, un giro hacia una política monetaria restrictiva y una sobrevaloración con unos intereses reales (incluso nominales) negativos, han servido para que se de la tormenta perfecta en los mercados de renta fija. Dicho esto, estas caídas de valoración están originando oportunidades de inversión.

Las expectativas de inflación a 10 años en Estados Unidos están ancladas en el 2,34%, idéntico nivel al marcado en abril de 2021. Entonces, la rentabilidad ofrecida por el Treasury a 10 años era del 1,59%, ahora es del 3,53%. Estamos notando por lo tanto como la rentabilidad real ofrecida vuelve a ser positiva a lo largo de la curva ofrecida por el Treasury americano. Además, junto a esto, la curva se mantiene totalmente aplanada, incluso invertida, por lo que el tramo de más largo plazo no descuenta a día de hoy un repunte de la inflación –algo que sí ocurriría durante el primer proceso desinflacionario iniciado por Paul Volcker (presidente de la FED) a comienzos de los años 80.

Expectativa inflación equilibrio EE. UU a 10 años

En cuanto al crédito corporativo, señalar que la rentabilidad ofrecida por el grado de inversión BBB en Estados Unidos es ya igual al punto máximo alcanzado durante la crisis del coronavirus. Sin embargo, el diferencial con respecto al grado de inversión AAA es inferior al de este periodo y el de otras crisis como la de 2007 o la "punto com". Por lo tanto, podemos esperar que este spread se amplíe mediante una recuperación mayor de la emisión de más alta calidad.

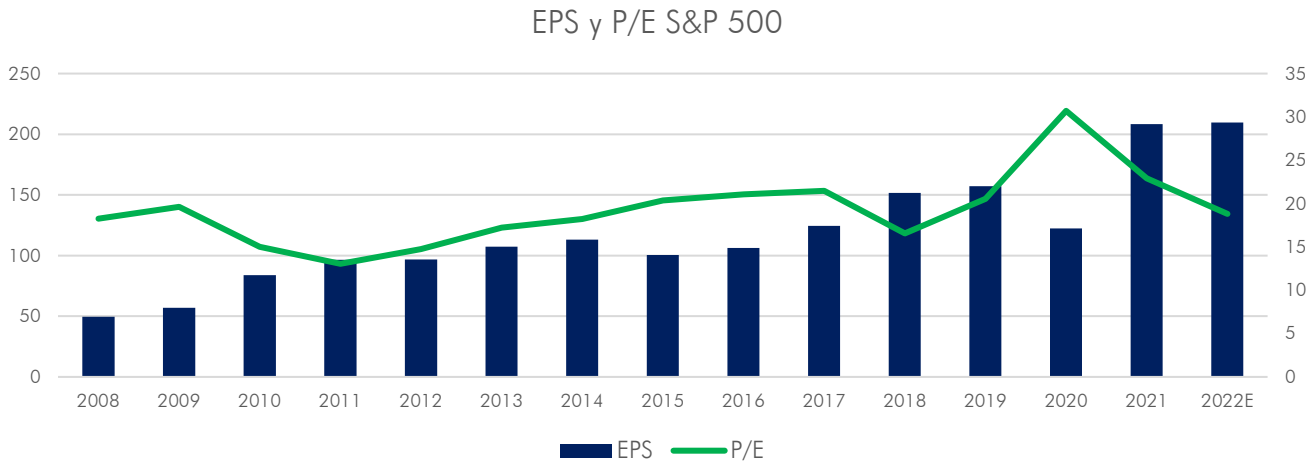


Renta variable

Todos estos movimientos en renta fija están teniendo su repercusión en los mercados de renta variable. En una nota anterior mostramos la evidente correlación que estaba existiendo durante todo 2022 entre el comportamiento de la renta variable y la rentabilidad del bono. En el sentido de que un incremento en las TIRes (disminución en el precio del bono) marca caídas bursátiles y viceversa. Este movimiento está originando, como venimos reiterando, el peor año histórico en los mercados de renta fija y uno de los peores ejercicios para la renta variable, dejando obsoleta la clásica asignación 60-40 en pos de la descorrelación. El incremento de las rentabilidades reales ofrecidas por los activos de renta fija pone de nuevo sobre la mesa una alternativa de inversión frente a la renta variable. Aunque sin un punto pivote todavía confirmado por parte de los Bancos Centrales, junto con la incertidumbre de haber alcanzado un pico de inflación, la volatilidad sigue latente. Dicho esto, toca determinar la valoración relativa de la renta variable frente a la renta fija. Para ello, tomaremos como referencia el S&P 500 y el Treasury americano a 10 años. Según S&P Global, durante el primer trimestre de 2022 el 77% de compañías del S&P 500 batieron expectativas en cuanto a resultados empresariales -85,37% en 2021-, 20,20% quedaron por debajo y 2,80% publicaron según lo esperado. Durante el segundo trimestre, los datos empeoraron y el porcentaje de empresas que batieron expectativas fue del 71,43% (vs 86,20% en 2021), el 14,29% defraudaron y el 14,29% quedaron según lo esperado. Dicho esto, tanto las estimaciones realizadas por Yerdeni Research

como por el consenso de mercado han empeorado con respecto al tercer trimestre, para después experimentar un ligero repunte de cara a final de año. Esto nos lleva a unos beneficios esperados para el S&P 500 para este 2022 de 235-225 USD (vs 208,20 USD conseguido en 2021). Con todo, por nuestra parte adoptaremos una postura más conservadora y tomaremos los beneficios estimados por S&P Global situados en los 206,66 USD.

Tomando esto y el precio de cierre de ayer, obtenemos que la rentabilidad estimada para 2022 para el S&P 500 a día de hoy es del 5,30%, o lo que es equivalente, un P/E de 18,87. Teniendo en cuenta 2020 como un outlier, el P/E promedio desde 2008 para el S&P 500 ha sido de 18,3 –ligeramente inferior al actual-. Sin embargo, si tomamos años de contracción del múltiplo como el periodo comprendido entre 2009-2011 y 2018, el P/E promedio es de 16.



Por lo tanto, manteniendo los BPA constantes según la estimación (206,66 USD), el S&P 500 debería situarse a final de año sobre los 3.320 puntos para cotizar un P/E de 16.

Con todo esto, hay que tener en cuenta otro factor importante, la valoración relativa frente a la renta fija. La rentabilidad promedio ofrecida por el S&P 500 desde 2008 ha sido del 4,61%, por debajo del 5,30% actual. Sin embargo, el diferencial promedio ofrecido con respecto al Treasury a 10 años ha sido de 2,30%, frente al 1,76% actual. Por lo tanto, podríamos decir que gran parte del movimiento de corrección del múltiplo por parte de la renta variable viene explicado por el incremento de rentabilidad ofrecido por la renta fija. Afinando un poco más, si dejamos fuera del cálculo del promedio años en los que la rentabilidad ofrecida por el Bono ha

sido mayor que la ofrecida por el S&P 500, tenemos que el diferencial promedio de la renta variable sobre la renta fija desde el año 2008 es de 2,61%. Para alcanzar este diferencial tenemos varios escenarios: que los beneficios empresariales superen en un 16% las estimaciones, que el Treasury a 10 años retorne a la TIR de 2,7% –nivel al que retrocedió a finales de julio de este año y que impulsó al S&P 500 camino los 4.300 puntos- o que el S&P cotice sobre los 3.350 puntos. Por lo tanto, las decisiones y mensaje que adopte la Reserva Federal a partir de ahora y cómo afecte en los mercados de renta fija cobran real importancia. Dicho esto, las estimaciones sobre beneficios empresariales, aunque ligero, muestran un crecimiento, que, junto con una contracción del múltiplo como estamos viendo y un spread positivo frente a la renta fija han supuesto rentabilidades atractivas en el medio-largo plazo –como ya ocurriría en el año 2011-.