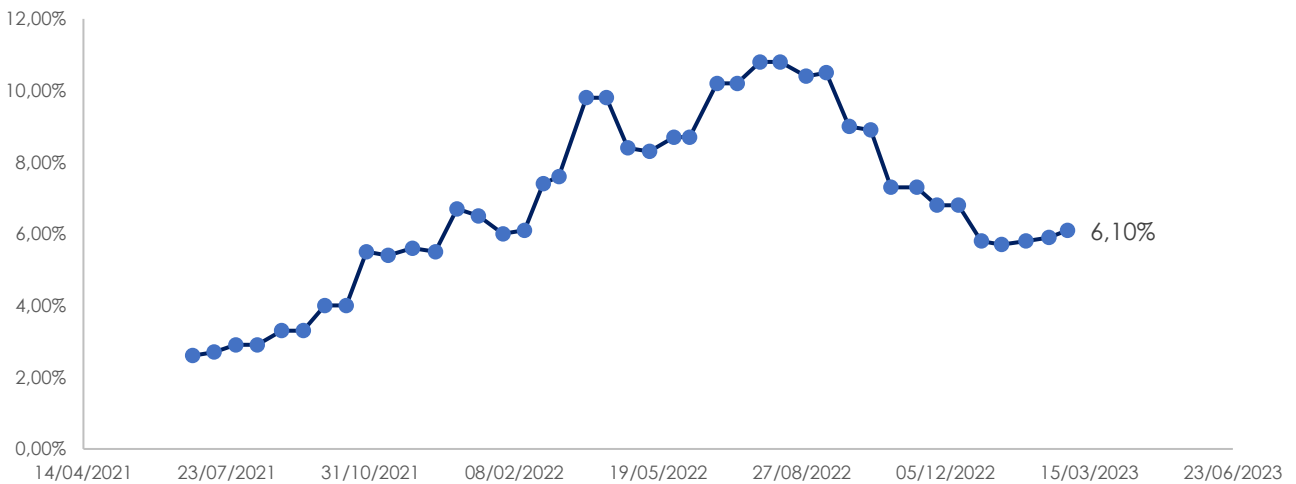


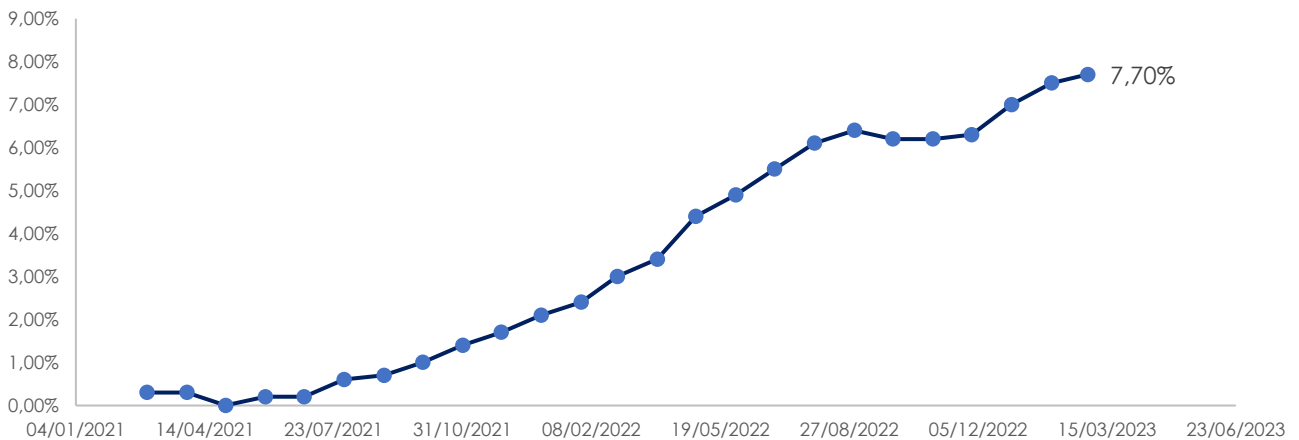
La inflación en el Viejo Continente vuelve a mostrar síntomas de aceleración. Tomando datos publicados esta mañana, siendo estos todavía preliminares, la inflación general en España habría subido durante el mes de febrero hasta el 6,1% (interanual) desde el 5,9% de enero. Lo que supone el segundo mes consecutivo de ascenso desde que comenzara su retracción en septiembre de 2022.

IPC General España (var. interanual)



Por el lado de la subyacente (excluyendo precios de alimentos y energía) tenemos datos más preocupantes, subiendo hasta el 7,7% desde el 7,5% de enero. A diferencia de la general, el indicador no ha cesado en su ascenso desde que marcara un valle en el último trimestre de 2022.

IPC Subyacente España (var. Interanual)



Por el lado de nuestro país vecino, Francia, la inflación general de febrero se ha incrementado hasta 6,2% desde el 6% de enero. A finales de la semana pasada, se publicaron los datos referentes al índice de precios PCE (Personal Consumer Expenditure), indicador preferido de la Reserva Federal para monitorizar la inflación estadounidense. El indicador dio un giro al alza en su tendencia descendiente marcada desde su pico alcanzado en julio de 2022 (6,8%), subiendo al 5,4% frente al 5,3% de diciembre (hay que tener en cuenta que el dato inicial de diciembre se situó en el 5%, para después ser revisado al alza hasta el 5,3%).

IPC vs PCE: el IPC es calculado por el Buró de Estadísticas Laborales (BLS, por sus siglas en inglés) y depende de sondeos entre los consumidores, el Buró de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés) elabora el PCE usando encuestas a empresas y negocios, que comúnmente aportan una mayor confianza. Paralelamente, también incluye una fórmula que se ajusta a los cambios en el comportamiento del consumidor que ocurren a corto plazo (Fisher-Ideal), algo que la fórmula estándar del IPC (Laspeyres) no contempla.

Todos estos datos, que evidencian que la inflación es un fenómeno que cuando aparece es difícil de domar, están teniendo su implicación en los mercados. Unos mercados que están presentando una gran dependencia de le macro en el corto plazo, algo que genera volatilidad. La primera repercusión se evidencia en las expectativas de la tasa terminal que adopten finalmente los bancos centrales.

Probabilidad tipos de interés fondos federales USA

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
22/03/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	17,3%	82,7%	0,0%	0,0%
03/05/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	11,1%	59,3%	29,5%	0,0%
14/06/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,3%	55,7%	31,8%	2,2%
26/07/2023	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%	22,7%	49,2%	23,7%	1,6%
20/09/2023	0,0%	0,0%	1,2%	11,0%	33,5%	38,7%	14,7%	1,0%
01/11/2023	0,0%	0,5%	5,6%	21,2%	35,9%	27,8%	8,4%	0,5%
13/12/2023	0,5%	5,4%	20,5%	35,2%	28,2%	9,3%	0,9%	0,0%

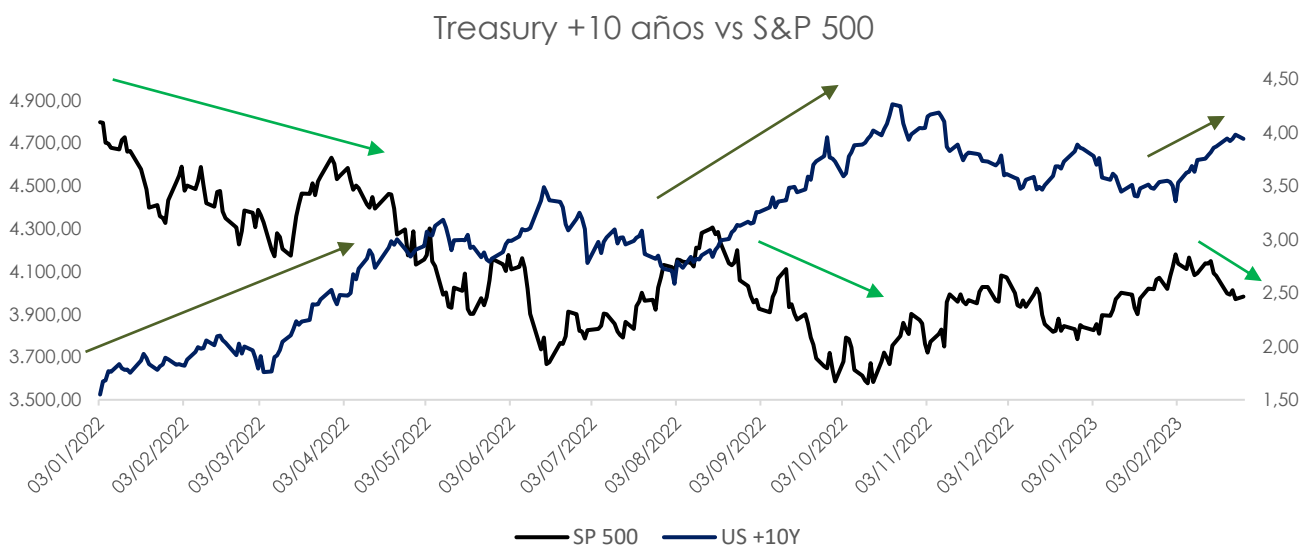
Fuente CME Group. 02 de febrero

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
22/03/2023	0,0%	75,3%	24,7%	0,0%	0,0%	0,0%	
03/05/2023	0,0%	0,0%	72,0%	26,9%	1,1%	0,0%	0,0%
14/06/2023	0,0%	0,0%	21,6%	58,5%	19,2%	0,8%	0,0%
26/07/2023	0,0%	0,0%	13,0%	43,8%	34,8%	8,1%	0,3%
20/09/2023	0,0%	0,0%	12,8%	43,2%	34,9%	8,6%	0,5%
01/11/2023	0,0%	1,5%	16,4%	42,2%	31,8%	7,6%	0,4%
13/12/2023	0,5%	6,9%	25,7%	38,5%	23,1%	5,0%	0,3%

Fuente CME Group. 28 de febrero

A principios de mes, el mercado descontaba con una probabilidad del 82,7% que las subidas de tipos acabarían en marzo con una tasa terminal fijada en la horquilla del 4,75%-5%. Además, la posibilidad esperada de ver hasta dos bajadas para el último trimestre del año era muy elevada. Hoy, el consenso de mercado descuenta que veremos incrementos en las tasas hasta junio de 2023, con una tasa terminal en el 5,25%-5,5% y sin aparentes disminuciones durante todo el ejercicio. En el caso de Europa, el mercado monetario descuenta en estos momentos una tasa terminal del 4% frente al 3,5% de comienzos de año ¿Euribor a 12 meses en el 4%?

El movimiento inmediato de estas variaciones de expectativas se está manifestando en los mercados de renta fija, con incrementos de TIRes y consiguiente pérdida de valor en el precio de los bonos. Algo que, si atendemos a la conexión observada durante todo 2022 entre renta fija y renta variable – subida de TIRes □ caídas en bolsa- se debería traducir en correcciones en los activos de riesgo.

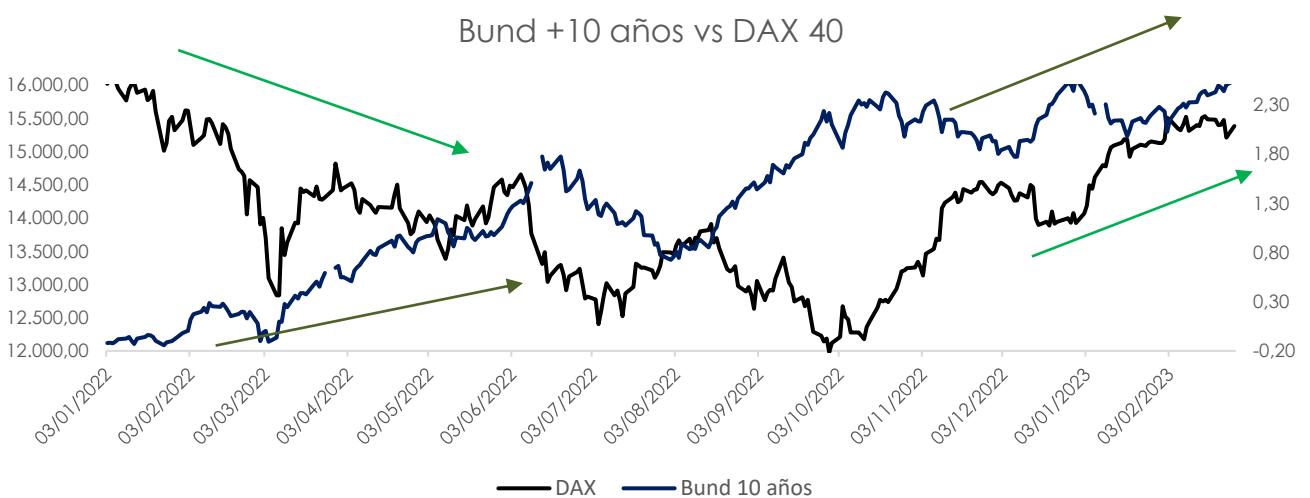


Sin embargo, aunque esta correlación continúe patente, es notable que ha perdido tracción. La fecha más reciente que el Treasury a 10 años ofreció una rentabilidad como la actual, 3,90%, fue en diciembre de 2022, cuando el S&P 500 corrigió hasta los 3.800 puntos (un 5% inferior al actual nivel). Actualmente el

colectivo registra una ganancia del 3,74% en el año (+6,18% enero / -2,31% febrero). Con todo esto, lo que se hace evidente es que el buen inicio conseguido tanto por la renta variable como la renta fija estadounidense se sustentó en enero sobre la idea de una inflación remitiendo con mayor velocidad, una tasa terminal más baja y una reversión en las subidas de tipos para finales de 2022. Y, si los mercados de renta variable no han corregido con la misma velocidad vista en diciembre se debe a la “apuesta” de consenso de un “soft-landing” (ligera recesión o contracción del ciclo) o incluso un “no-landing” (crecimiento inflacionario).

Aunque no hay nada imposible, la idea de “no-landing” parece irrealizable, ya que, aunque la historia nunca se repite de manera intachable (y menos en economía) sí que tiende a rimar, y es un suceso que no se ha visto nunca. La Reserva Federal no puede contemplar el escenario de un crecimiento inflacionario. Si el actual desajuste entre oferta-demanda se da por un exceso de la segunda sobre la primera, donde la oferta no puede acelerarse rápidamente por un incremento de costes (materiales, salariales y de financiación), una relocalización de los procesos productivos y unas expectativas de crecimiento más débil es necesario contraer la demanda para controlar la inflación. En este caso, nos queda la idea de un aterrizaje suave (“soft landing”), soportado por la idea también consolidada en enero de una contracción mucho más débil en Europa (gracias a una caída en los precios energéticos, principalmente del gas) y la reapertura de China. Si bien es cierto que los precios del gas natural en Europa han retrocedido hasta niveles anteriores a la invasión rusa de Ucrania, se ha debido principalmente a un evento climático (temperaturas una desviación estándar superiores al promedio histórico) y un acopio de inventarios realizados durante la segunda mitad de 2022 por parte de los Gobiernos (acopio que precisamente soportaron el incremento de precios). Hay que tener en cuenta, además, que las reglas del mercado energético para Europa han cambiado, donde el gran cambio de suministro desde la canalización a través de gaseoductos hacia un abastecimiento embarcado generará volatilidad en los 4

precios. Como muestra de ello, y a pesar de la “normalización progresiva de los costes energéticos en Europa, la multinacional alemana química BASF (sectores más sensibles a los precios energéticos: químico, acero y cemento) anunció el viernes tras la publicación de resultados el cierre de varias unidades de producción en su fábrica de Ludwigshafen, así como la supresión de 3.300 empleados debido al aumento de los precios energéticos. Por otro lado, aunque hemos visto sorpresas positivas en datos macroeconómicos europeos referentes a PMIs, confianza del consumidor o ventas minoristas, la revaluación de la tasa terminal de los tipos de interés también ha sido al alza, hecho que debiera lastrar la economía europea –PIB Alemania 4T 2022 -0,4% / PIB Suecia 4T -0,9%-. Sin embargo, es algo que los índices no han puesto en precio, sino todo lo contrario. Y es que, durante 2023, el incremento de TIRes ha venido acompañado de subidas en las bolsas (véase el Bund alemán y el DAX 40).



Bajo este escenario, nos mantenemos cautos con respecto a la renta variable, sobreponderados en sectores que se benefician de la inflación con una asignación y sesgo Value en nuestras carteras. Esperamos volatilidad en las próximas semanas/meses donde los datos macro servirán de termómetro para este 2023. A pesar de los movimientos vistos recientemente en los mercados de renta fija, seguimos pensando que los actuales niveles marcan un punto óptimo de entrada el cual nos aportará rentabilidad real y protección en el medio/largo plazo.