

Presentación

En marzo hemos vivido momentos máximos de volatilidad en todos los activos, impulsados por las noticias que llegaban de la guerra en Ucrania y por el efecto que podrían tener las sanciones sobre la economía europea, que se está viendo en muchos casos más perjudicada que la propia Rusia, por su elevada dependencia energética en momentos de inflación desbocada. Analizamos el efecto de esa elevada inflación sobre los consumidores, así como la estrategia que pueden realizar los bancos centrales sin deteriorar la economía y provocar la temida recesión.

Evolución de mercado

Benjamin Graham, profesor de W. Buffett dijo en cierta ocasión “Mr Market es un esquizofrénico en el corto plazo pero recupera su cordura en el largo plazo” Esta afirmación se ha puesto de manifiesto en el mes de marzo y en todos los activos. Con el inicio de la invasión rusa, el pánico se apoderó del mercado, se dispararon los precios de las materias primas, disparando expectativas de inflación, generando temor al desabastecimiento, especialmente en Europa. Tras la aparición de noticias con la esperanza de un fin de la guerra cercano, la situación se fue relajando a mitad de mes, iniciándose un rally en la renta variable que la ha llevado a niveles previos a la invasión, volviendo la renta fija a reflejar expectativas de subidas de tipos. El conflicto bélico está “descontado” por el mercado y, salvo sorpresa indeseable, irá cayendo en el olvido, al menos a efectos de los mercados financieros, como ocurrió en la invasión de Crimea.

Por el momento, Rusia está contando con más apoyos de los esperados por Occidente y sigue vendiendo materias primas a Europa, desviando el excedente a países como China, aunque a un precio algo inferior. Europa está padeciendo quizá efectos mayores, ya que el petróleo se ha disparado, provocando problemas en el transporte o cierres temporales de fábricas que no pueden cubrir costes. Los cereales también han subido mucho, estrangulando los costes de producción en la ganadería y la agricultura también está asfixiada, por el aumento de precio y escasez de fertilizantes y plaguicidas. En este escenario, el beneficiado es Estados Unidos, que está tratando de suplir a Rusia, ganando una cuota de mercado de más de 340 millones de habitantes de la Zona Euro.



Como es sabido, la inflación es el mayor “impuesto” para la población, más si no dispones de activos reales que se revaloricen con ella, ya que se dispara el precio de los productos consumidos por encima de lo que aumentan los ingresos, deteriorando el consumo y el ahorro. Los actuales datos de inflación se sitúan en niveles de los años 80, y los datos adelantados de marzo muestran incrementos todavía mayores, provocando un empobrecimiento acelerado de la población.

En este contexto, por el lado europeo, el BCE venía mostrando cierta cautela aunque en la última reunión abrió la posibilidad de subida de tipos a pesar de los problemas que arrastra la economía, todavía sin recuperar los niveles de PIB anteriores al Covid. El IPC está desatado y, aun-

que la inflación subyacente, que elimina la energía y alimentos frescos, parece bajo control, en los próximos meses, tras los efectos de segunda ronda, puede dispararse aun más y la economía europea tiene poco margen para absorber la subida de tipos sin lastrar la economía real. La economía alemana se encuentra relativamente cómoda con la situación a pesar de ser tradicionalmente una de las más beligerantes con la inflación, por cuestiones históricas, pero al ser posiblemente la más afectada por el efecto de la subida del precio del gas, muestra cierta complacencia con el fin de no perjudicar todavía más a su tejido empresarial.



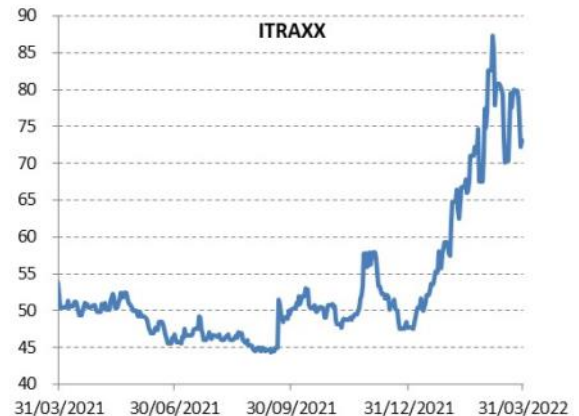
La situación en Estados Unidos es distinta. El conflicto en Ucrania incluso les beneficia, ya que venden productos a precios más elevados. Por ello, en la última reunión la FED ya subió tipos y se esperan 7/8 subidas de 25pb que dejen el tipo de intervención próximo al 2% a final de año. Esta mayor claridad en la hoja de ruta de la FED proviene de unos niveles de inflación superiores a los europeos, así como a que su economía ya superó niveles precovid de PIB en 2021 y tiene la tasa de desempleo por debajo del 4%.

El temor del mercado americano es a una posible recesión, ya que la curva de tipos 2-10 años se ha invertido, lo que implica según la experiencia que en los próximos meses la economía entrará en recesión. Los analistas descuentan que con la subida de tipos para contener la inflación, la FED se pasará de frenada, generando un perjuicio al crecimiento y por ello paga menos el bono a 10 años que a 2. Veremos si Powell es capaz de mantener el equilibrio inflación y crecimiento, ya que para Europa sería importante que USA siguiera creciendo para no complicar más las cosas.

1. MERCADOS DE RENTA FIJA

Como decíamos, la guerra provocó en los primeros días una fuerte caída de tipos, actuando la deuda pública como refugio a la renta variable, retornando algunos países a tipos negativos, pero con el paso de los días volvió la preocupación por la inflación, volviéndose a disparar los tipos a máximos de los últimos años. Con ello, el bono español repunta en el mes 32 pb hasta el 1,43%, mientras que el alemán también aumenta 42 pb hasta el 0,55%, disminuyendo la prima de riesgo española 9 pb hasta los 89 pb.

Por el lado corporativo, también movimiento de ida y vuelta, como se observa el repunte del índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, que cierra el mes en el máximos del último año, incrementando 2 pb hasta los 73 pb, aunque a mediados de mes llegó a superar los 87pb.



Mercado	Índice	Rent. Marzo	Rent. 2022
Gobierno	Deposito 1 día	-0,05%	-0,14%
Gobierno	Deposito 1 año	-0,30%	-0,52%
Gobierno	Europeo 1-3 años	-0,66%	-1,04%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-1,64%	-2,95%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-2,25%	-4,49%
Gobierno	Español 1-3 años	-0,52%	-1,29%
Gobierno	Español 3-5 años	-1,34%	-3,14%
Gobierno	Español 5-7 años	-1,80%	-4,62%
Gobierno	Americano 3-5 años	-2,53%	-4,21%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	-0,67%	-1,81%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	-1,44%	-4,25%
Corporativo	ML Europeo	-1,39%	-5,26%
Corporativo	Americano 3-5 años	-2,36%	-5,25%
Corporativo	High Yield Europeo	0,03%	-4,13%
-	Emergentes	-2,34%	-9,23%

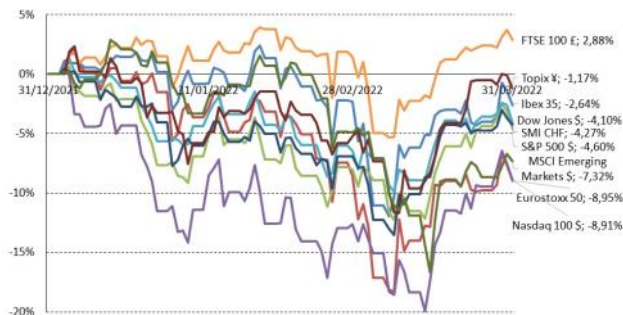
En esta situación, todos los índices de renta fija se sitúan en negativo, tanto en el mes como en el año, aunque al menos por el momento los de deuda pública de corto plazo está funcionando mejor por su carácter de refugio.

En este entorno, la deuda pública española registra rentabilidades algo mejores a la europea en todos los plazos, con el 5 - 7 años dejándose un 1,80% frente al 2,25% respectivamente en el mes, y acumula pérdidas en el año del 4,62% y 4,49% respectivamente. En el lado corporativo, también recortes, con los plazos más largos dejándose un 1,39% en el mes, 5,26% en el año. El mercado emergente, entre los peores del mes, bajando un 2,34%, acumulando en el año minusvalías del 9,23%. El high yield el único en positivo, con un 0,03% en el mes, aunque en el año está en negativo un 4,13%. Los índices americanos también entre los peores del mes, dejándose un 2,53% el índice de gobiernos y 2,36% en el corporativo, y un 4,21% y 5,25% respectivamente en el año.

2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Marzo	Rent. 2022
España	Ibex 35	-0,33%	-2,64%
Europa	Eurostoxx 50	-0,46%	-8,95%
EE.UU.	S&P 500	3,71%	-4,60%
EE.UU.	Nasdaq 100	4,28%	-8,91%
EE.UU.	Dow Jones	2,49%	-4,10%
Reino Unido	FTSE 100	1,42%	2,88%
Suiza	SMI	2,83%	-4,27%
Japón	Topix	4,30%	-1,17%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-2,52%	-7,32%

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



La renta variable también ha sufrido momentos significativos de volatilidad, no vistos desde el Covid, que en algunos índices europeos han tenido ciertos tintes de pánico, como el del día 8 de marzo. Como decíamos, muchas empresas están sufriendo una alta presión en costes o falta de suministro, que han obligado a cierres temporales, afectando seriamente a su cotización, aunque a cierre del mes parece que nada haya ocurrido.

Con la excepción del índice emergente, que se deja un 2,52% en el mes, o el Eurostoxx e Ibex que acumulan ligeras pérdidas, todos los índices se sitúan en positivo. El más destacado, el Topix, con subidas del 4,3%, muy alejado de las preocupaciones occidentales, o el Nasdaq 100, que se recupera de las fuertes caídas del año, en concreto un 4,28% en marzo.

En el acumulado del año, los números rojos son mayoría, aunque cierran mucho mejor el mes que donde estaban a mediados de marzo, como es el caso del Nasdaq que se deja casi un 9% aunque llegó a perder un 20%, o el Eurostoxx 50 que también se deja un 9% y llegó a perder un 18%. El único en positivo es el FTSE 100, que suma en el año un 2,88% a pesar de los problemas de su gobierno con la gestión de la pandemia.

El año se ha iniciado con alta volatilidad y una elevada incertidumbre. A pesar de que la visibilidad sobre la guerra se clarifica, la inflación y el intento de contenerla de forma que afecte lo menos posible al crecimiento de la economía va a ser clave para los bancos centrales, más si cabe con el fuerte incremento de precios de las materias primas. La volatilidad se disparó en marzo y el índice VIX superó los 35 puntos mientras que el precio del oro también llegó a superar los 2.050\$ la onza, aunque ambos se han relajado en la segunda mitad de marzo. El mes pasado destacábamos la importancia de mantener la estrategia en entornos tan volátiles ya que la renta fija ofrece rentabilidad casi nula y no es alternativa y, al menos en marzo debemos mantener la misma visión. A pesar del movimiento de ida y vuelta la renta variable se mantiene fuerte y ya recupera gran parte de la caída mientras que la renta fija registra caídas significativas por la más que previsible subida de tipos.

3. MERCADOS DE DIVISAS

El mercado de divisas también ha tenido una alta volatilidad, observándose cierta debilidad sobre el euro, muy influenciado por los efectos derivados de la guerra y el menor margen de maniobra del BCE a la hora de subir tipos de interés, provocado por la débil recuperación de la economía europea.



Div / Eur	Rent. Marzo	Rent. 2022
DÓLAR	1,37%	2,76%
LIBRA	-0,69%	-0,17%
YEN	-4,23%	-2,80%
FRANCO SUIZO	0,74%	1,61%
YUAN	0,88%	3,03%

Las variaciones más destacadas en el mes han sido la depreciación del yen, superior al 4%, tras declarar el BoJ que no tiene intención de modificar tipos a corto plazo, y la apreciación del dólar superior al 1%.

En el año, gran parte de las divisas se deprecian frente al euro, con un yuan y un dólar que se aprecian en torno al 3% o el franco suizo que se aprecia un 1,61%. La libra se mantiene en niveles similares y el yen, influenciado por el fuerte movimiento de este mes, se deprecia un 2,8%.

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*	Marzo	2022	
Defensivo	1,81%	-1,17%	-3,79%	2,08%
Moderado	2,98%	-0,77%	-4,12%	3,78%
Agresivo	4,56%	-0,34%	-4,12%	4,92%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

El año se inicia con pérdidas importantes en los tres perfiles de inversión, ya que todas las categorías de renta fija y variable restan valor a las carteras, siendo la divisa el único activo que mitiga algo estas correcciones.

En este escenario, el mejor comportamiento en marzo es el del perfil agresivo, que se deja un 0,34%, seguido por el perfil moderado, que cede un 0,77% y el perfil defensivo, muy afectado por la mala evolución de la renta fija retrocede un 1,17%.

En el año, los tres perfiles con muy mala rentabilidad y pequeñas diferencias a pesar de los diferentes niveles de exposición al riesgo, aunque a mediados de marzo, las diferencias sí que eran apreciables y el perfil agresivo llegó a acumular caídas superiores al 6% mientras que el defensivo se quedó en el 4%, aunque la recuperación de este último ha sido mínima.

La volatilidad interanual repunta con fuerza en los últimos meses y se sitúa en la horquilla del 2,08% para el perfil defensivo y del 4,92% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles queda entre el 1,81% y 4,56%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,8% anual. Estas rentabilidades son muy positivas, aunque de mantenerse el repunte de la inflación de los últimos meses, estas se diluirán considerablemente, ofreciendo rentabilidades reales más modestas.

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



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