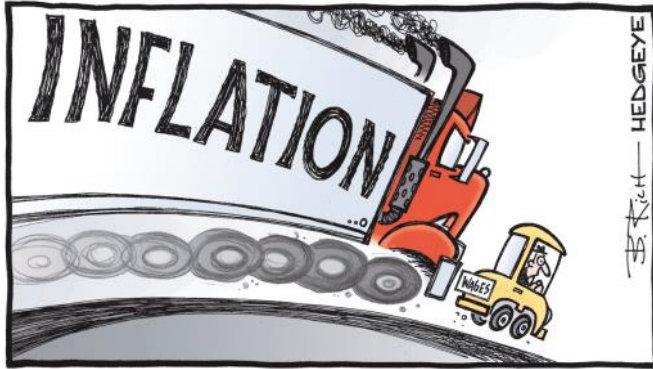


## Presentación

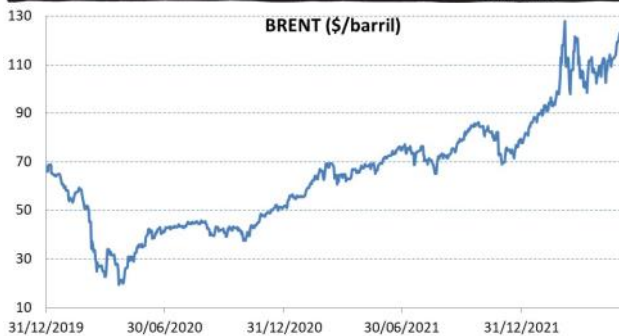
Mayo repite la sintonía de meses anteriores, con el foco puesto en la subida de tipos de interés de los bancos centrales como respuesta a las altas tasas de inflación. Los analistas se debaten entre la idea de si serán capaces de provocar una recesión para controlarla o si, por el contrario, dejarán que la espiral siga aumentando y pueda causar efectos más perversos. Además, con la guerra de Ucrania cayendo en el olvido, al mercado ya solo le interesa los efectos derivados de la misma, como el abastecimiento de energía o trigo procedente de Rusia y Ucrania.

Por otro lado, este mes ponemos el foco en la situación de Turquía y sus disparatados niveles de inflación.

## Evolución de mercado



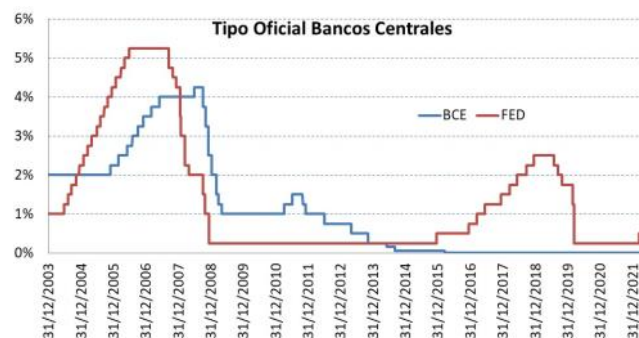
La inflación sigue disparada y todo apunta a que se va a mantener así en los próximos meses. Mirando al pasado, el término “transitorio” resulta cuanto menos gracioso, obligando a la propia Janet Yellen a tener que pedir disculpas por haberse equivocado de forma tan destacada en sus expectativas. Los efectos de segunda ronda empiezan a verse en algunos ámbitos y, aunque los salarios siguen en gran medida “atados”, se empieza a ver en muchos países carestía de mano de obra cualificada y, especialmente en Estados Unidos, donde existen dos puestos de trabajo por cada desempleado, lo que está llevando a empresas de sectores concretos a “pelear” por trabajadores con cualificaciones específicas.



Los componentes más activos o que más peso representan en las estadísticas de IPC siguen disparados. El petróleo vuelve a atacar los máximos del inicio de marzo, cuando el inicio de la guerra o las sanciones estaban de máxima actualidad. Ahora, tras un tiempo de análisis, se empieza a ver que la tensión en precios puede continuar, ya que la OPEP no quiere o puede aumentar mucho su capacidad de producción por la falta de inversiones en petróleo en los últimos años y que tardarán un tiempo en materializarse. Por su parte el “fracking”, que ha este precio si es rentable, tarda un tiempo en ponerse en marcha y, posiblemente antes de verano no estará funcionando a pleno rendimiento. Los productos alimenticios también están disparados, con el trigo parado en los puertos ucranianos, que amenaza con sumir en hambrunas a buena parte del mundo.



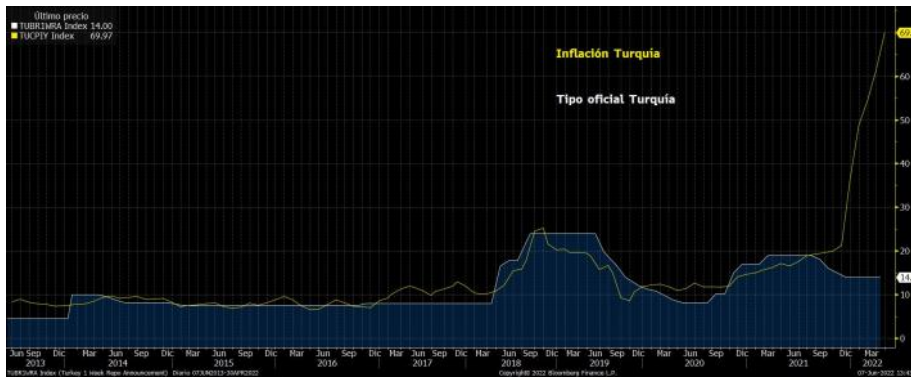
Por su parte, los cuellos de botella se mantienen en los puertos chinos, aunque parece que las restricciones por el Covid s van a volver a relajar y eso reactivará el comercio, ayudando a relajar los niveles de inflación que en la actualidad están disparados.



El último dato de inflación, tanto en la Zona Euro como en Estados Unidos rondan el 8% y, aunque la inflación subyacente ha tardado un poco más en activarse, se empiezan a ver niveles preocupantes, ya que en Estados Unidos se sitúa por encima del 6% y, aunque en la Zona Euro va con algo más de retraso, se acerca de forma inquietante al 4%.

A pesar de ello, las decisiones parecen inalteradas y los bancos centrales van a seguir según la hoja de ruta establecida. La FED estima que en las próximas dos reuniones habrán subidas de 50 pb que lleven los tipos al 2% y, a partir de ahí, ver si el impacto en la macro es limitado y poder subir tipos hasta el 2,75% a final de año. En la Zona Euro, aunque más limitado, ya se valora subidas de tipos de 25 pb antes de verano y que podrían llevar al tipo oficial cerca del 1% a final de año.

## 1. TURQUÍA, UN PAÍS A LA DERIVA.



En los últimos meses estamos muy enfocados en la inflación y Turquía es uno de los países que peor lo está pasando en la actual coyuntura económica cuando no hace muchos años se rumoreaba la posibilidad de entrar en la Unión Europea.

En la actualidad, el país está en una situación muy delicada, con una inflación por encima del 70% y con su banco central negado a subir los tipos de interés que restrinja el crecimiento del PIB, argumentando equivocadamente Erdogan

que así limitarán su aumento. La lira se ha depreciado más de un 20% en el año, con la consiguiente pérdida de poder adquisitivo de la población y la solicitud de crédito privado está disparada.

La situación pinta muy mal y podría ir a peor. Los inversores extranjeros son reticentes a financiar el país en estas condiciones y, sin ayuda extranjera, todo apunta hacia un triste desenlace.

## 2. MERCADOS DE RENTA FIJA

La subida de la inflación está provocando un fuerte repunte de tipos de interés, perjudicando en mayor o menor medida a todos los activos de renta fija. La deuda pública acumula fuertes caídas en todos los plazos y se empiezan a ver rentabilidades que hace unos meses eran impensables. Así, el bono español repunta en el mes 25 pb hasta el 2,22%, mientras que el alemán también aumenta 18 pb hasta el 1,12%, aumentando la prima de riesgo española 6 pb hasta los 110 pb. Estos niveles, aunque bajos, empiezan a preocupar a los expertos, ya que consideran que cuando el BCE deje de comprar deuda podríamos tener un incremento del riesgo periférico, dados los elevados niveles de déficit de los países.

Por el lado corporativo, también se observa cierta tensión en las emisiones. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, a pesar del recorte de 3 pb en el mes, se sitúa muy cerca de máximos del último año, en los 87 pb, aunque durante el mes ha llegado a superar la barrera de los 100 pb.



Mercado	Índice	Rent. Mayo	Rent. 2022
Gobierno	Deposito 1 día	-0,05%	-0,24%
Gobierno	Deposito 1 año	-0,20%	-0,95%
Gobierno	Europeo 1-3 años	-0,29%	-1,96%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-0,60%	-4,92%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-1,03%	-7,59%
Gobierno	Español 1-3 años	-0,34%	-2,24%
Gobierno	Español 3-5 años	-0,49%	-5,04%
Gobierno	Español 5-7 años	-1,01%	-7,86%
Gobierno	Americano 3-5 años	0,68%	-5,10%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	-0,27%	-2,90%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	-0,81%	-6,88%
Corporativo	ML Europeo	-1,29%	-9,07%
Corporativo	Americano 3-5 años	0,90%	-7,16%
Corporativo	High Yield Europeo	-1,42%	-8,07%
-	Emergentes	-0,02%	-13,17%

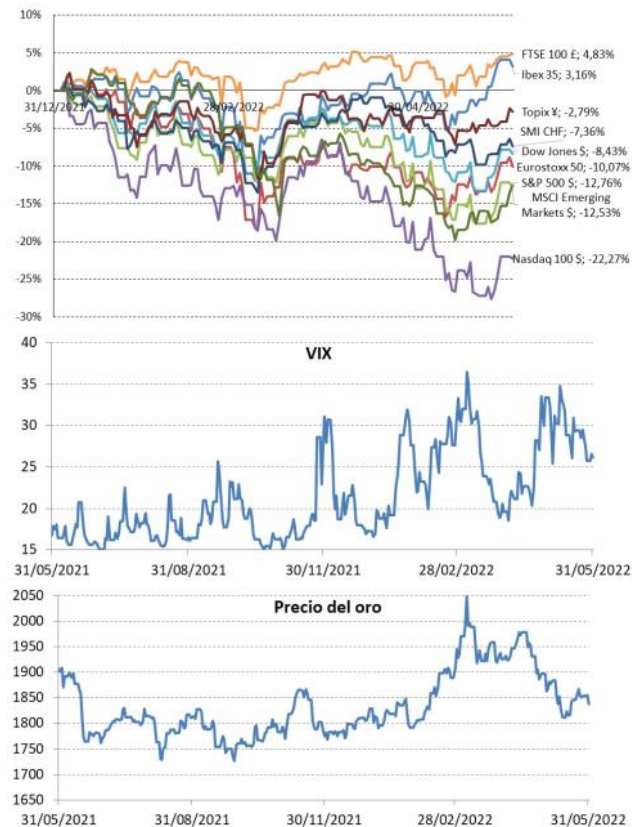
En esta situación, todos los índices de renta fija se sitúan en negativo en el mes, con excepción de los americanos, aunque en el año, los números rojos son muy abultados dado el carácter de refugio de este tipo de activo.

La deuda pública española registra rentabilidades similares a la europea en todos los plazos más largos, con el 5 - 7 años dejándose algo más del 1% en el mes, y acumula pérdidas en el año del 7,86% y 7,59%, respectivamente. En el lado corporativo, también recortes, con los plazos más largos dejándose un 1,29% en el mes, 9,07% en el año. El mercado emergente, prácticamente plano en el mes, acumulando en el año minusvalías del 13,17%. El high yield, no está funcionando mal a pesar del mayor riesgo diferencial, dejándose un 1,42% en el mes, un 8,07% en el año. Los índices americanos, los únicos en positivo, un 0,68% el índice de gobiernos y un 0,90% en el corporativo, aunque perdiendo en el año un 5,10% y 7,16% respectivamente.

## 3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Mayo	Rent. 2022
España	Ibex 35	3,24%	3,16%
Europa	Eurostoxx 50	0,87%	-10,07%
EE.UU.	S&P 500	0,18%	-12,76%
EE.UU.	Nasdaq 100	-1,53%	-22,27%
EE.UU.	Dow Jones	0,33%	-8,43%
Reino Unido	FTSE 100	1,13%	4,83%
Suiza	SMI	-4,05%	-7,36%
Japón	Topix	0,78%	-2,79%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	0,14%	-12,53%

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



La renta variable sigue sufriendo movimientos de alta volatilidad, llegando a marcar nuevos mínimos anuales en la primera quincena de este mes en el mercado americano, aunque posteriormente se ha iniciado un rebote generalizado. Europa, por el contrario, muestra una fortaleza impensable hace unos meses, ya que el peso de la “vieja economía”, que se está comportando de forma muy positiva, es muy notable en sus índices.

En esta situación, vemos al Ibex 35 como el mejor de los considerados, subiendo un 3,24% en mayo, seguido por el FTSE 100 con ascensos superiores al 1%. En el lado contrario, el SMI que había aguantado bien hasta el momento se deja un 4% mientras que el Nasdaq 100 cede un 1,53% en el mes.

En el acumulado del año, los números rojos son mayoría, con el Nasdaq perdiendo un 22%, el S&P 500 o el emergente con descensos cercanos al 13%, o el Eurostoxx 50 que también se deja un 10%. En positivo, el FTSE 100, que suma en el año un 4,83% y el Ibex con un 3,16%, muy influido por el repunte de bancos, energía, telecomunicaciones y materiales básicos.

La volatilidad, aunque se ha rebajado en los últimos días, sigue sobre la mesa y el índice VIX tras tocar de nuevo a los 35 puntos, se reduce aunque manteniéndose durante todo el mes por encima de los 25 puntos, niveles que reflejan las dudas existentes. El precio del oro sigue en pleno retroceso después de que llegara a tocar máximos en los 2.050\$ la onza, aunque está muy ligado a la evolución del dólar. La tendencia de fondo sigue bajista a pesar del rebote visto en la segunda mitad de mayo, al menos en el mercado americano, ya que Europa pudo haber marcado mínimos con el inicio de la guerra. La situación macro no ofrece visibilidad, por lo que lo único que parece claro es que la incertidumbre va a mantenerse en el mercado como mínimo hasta después del verano. Como venimos destacando en los últimos comentarios, mantener la estrategia en entornos tan volátiles, suele aportar ciertos retornos adicionales. La renta fija podría empezar a generar interés, ya que los cupones de las nuevas emisiones empiezan a ser atractivos para inversores defensivos, mientras que en renta variable el potencial en caso de mejorarlos datos de inflación podría mejorar.

## 4. MERCADOS DE DIVISAS

El mercado de divisas también sigue con una alta volatilidad, recuperando el euro algo de fortaleza en las últimas semanas frente a todas las divisas tras el deterioro vivido en 2022, especialmente frente al dólar.



Div / Eur	Rent. Mayo	Rent. 2022
DÓLAR	-1,76%	5,96%
LIBRA	-1,53%	-1,29%
YEN	-0,95%	-5,23%
FRANCO SUIZO	-0,35%	0,73%
YUAN	-2,70%	0,94%

Las variaciones más destacadas en el mes han sido la depreciación del yuan, próxima al 3%, seguido del dólar y la libra con retrocesos del 1,76% y 1,53% respectivamente y algo más retrasado el yen, que se deprecia casi un 1%.

En el año, la depreciación del euro se ha reducido sensiblemente, aunque el dólar sigue apreciándose frente al euro un 6%. Por el contrario, el yen se deprecia en sentido contrario, más de un 5%. El resto de divisas, se mantienen en márgenes estrechos, apreciándose o depreciándose en el rango del 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
<b>Tesorería</b>	<b>Liquidez</b>	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Renta fija</b>	<b>Gobierno Europeo 3-5Y</b>	14,0%	12,0%	8,0%
	<b>Gobierno Español 3-5Y</b>	35,0%	20,0%	10,0%
	<b>Gobierno Americano 3-5Y</b>	5,0%	5,0%	7,0%
	<b>Corp. Euro 3-5Y</b>	20,0%	18,0%	15,0%
	<b>Corp. Americano 3-5Y</b>	5,0%	5,0%	5,0%
	<b>High Yield Europeo</b>	3,0%	5,0%	5,0%
	<b>Emergentes</b>	3,0%	5,0%	5,0%
<b>Renta variable</b>	<b>España</b>	1,5%	5,0%	5,0%
	<b>Zona Euro</b>	4,0%	10,0%	10,0%
	<b>América</b>	3,0%	7,0%	12,5%
	<b>Japón</b>	0,0%	0,0%	5,0%
	<b>Emergentes</b>	1,5%	3,0%	7,5%

Índice	Rentabilidad			Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Mayo	2022	
<b>Defensivo</b>	1,51%	-0,36%	-5,80%	2,42%
<b>Moderado</b>	2,68%	-0,18%	-6,00%	4,15%
<b>Agresivo</b>	4,20%	-0,16%	-6,20%	5,44%

\*Desde el 31 de diciembre de 2013

Los tres perfiles de inversión se sitúan en mínimos de rentabilidad anual en la primera parte del mes, aunque la fuerte recuperación posterior les lleva alcanzar niveles cercanos a los iniciales, observándose muy pequeñas diferencias de rentabilidad entre los riesgos asumidos.

En este escenario, los tres perfiles muestran correcciones similares, con el perfil agresivo dejándose un 0,16%, seguido por el perfil moderado, que cede un 0,18% y el perfil defensivo, muy afectado por la mala evolución de la renta fija retrocede un 0,36%.

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 del 6,20% o el defensivo retrocede un 5,80%.

La volatilidad interanual sigue repuntando con fuerza en los últimos meses y se sitúa en la horquilla del 2,42% para el perfil defensivo y del 5,44% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles queda entre el 1,51% y 4,20%, 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.

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



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
<a href="mailto:cpps.mad@consultoradepensiones.com">cpps.mad@consultoradepensiones.com</a>	<a href="mailto:cpps.bio@consultoradepensiones.com">cpps.bio@consultoradepensiones.com</a>	<a href="mailto:cpps.bcn@consultoradepensiones.com">cpps.bcn@consultoradepensiones.com</a>

### 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.