

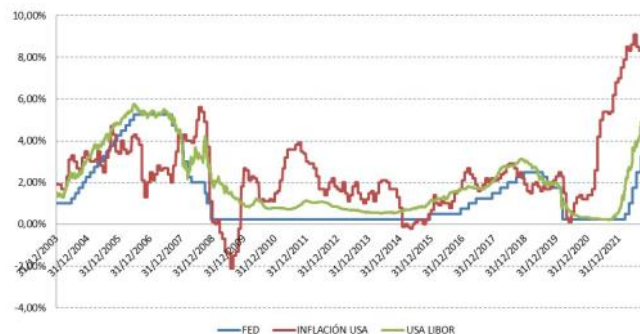
Presentación

Tras unos meses estivales de relativa calma, el mes de septiembre ha amplificado todos los temores que teníamos hace unos meses, con datos de inflación sorprendiendo al alza, subidas de tipos por encima de lo esperado y expectativas de resultados empresariales a la baja, derivados de la contracción de demanda y aumento de costes en las empresas, todo ello aderezado con un aumento del temor al uso de armamento nuclear en la guerra de Ucrania en la que Putin cada vez se está viendo más amenazado.

Además, este mes ponemos el foco en la renta fija, que tras muchos años con retornos negativos, empieza a recuperar cierto atractivo en términos nominales.

Evolución de mercado

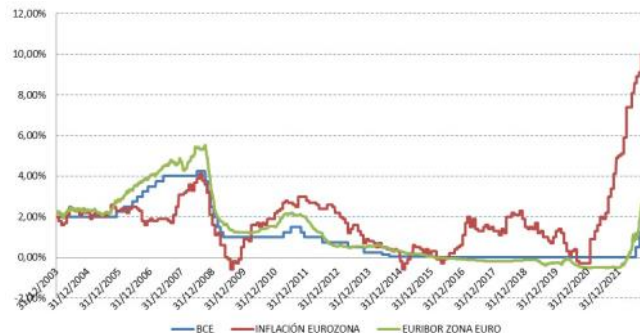
Al igual que en el 2008, los mercados financieros mundiales se están viendo arrastrados por una deriva general, que les lleva a retrocesos de doble dígito en la práctica totalidad de los activos, tanto de renta fija como de renta variable, haciéndose difícil poder evitar las fuertes caídas que estamos viendo en las carteras de los fondos de empleo.



La FED ha demostrado con sus últimas decisiones que no le va a temblar el pulso para contener la inflación, instalada cómodamente desde el inicio de año por encima del 8%. Aunque es cierto que la general si que se está empezando a controlar y que se observan algunos inputs que pueden aportar un grado de optimismo, como es el descenso del precio de las materias primas, en la tasa subyacente se sigue mostrando cierto deterioro, consolidándose este último mes por encima del 6% y generando un fuerte tsunami en los mercados. Este dato de inflación, "obligó" a la FED a subir 75 pb el tipo de referencia,



hasta el 3,75%, con el fin de seguir mostrando firmeza en su lucha contra la inflación y, por el camino, obligó a los analistas a modificar su expectativa de subida de tipos, aumentándola en al menos 50pb para final de año, pasando de una expectativa para cierre del 2022 de 4% al 4,5%. Estas previsiones no hacen nada más que incrementar el temor a una recesión económica profunda, ya que el Banco Central está "secando" la demanda y, aunque parece una medida efectiva para bajar la inflación, quizá el peor de los males que puede atravesar una economía, el crecimiento se va a ver muy afectado, tanto que los analistas ya descuentan alguna bajada de tipos para 2023.



En el caso europeo, la situación es más compleja. Al gran problema de la inflación, por encima de la americana, en el 10%, se le suma el problema energético, ya que Europa no es capaz de sustituir a Rusia como suministrador de gas, generando un gran problema en las compañías que se ven incapaces de repercutir costes en el precio de sus productos y seguir siendo competitivas. El BCE, aunque todavía muy retrasado respecto de la FED, ya ha realizado dos subidas de tipos, hasta el 1,25%. Dadas las características de la Zona Euro, el BCE se encuentra atado de pies y manos, ya que una subida de tipos como la realizada por la FED supondría dinamitar varias economías periferias,

pero no hacerlo va a suponer un cierto enquistamiento del problema de la inflación en Europa, por lo que Lagarde se encuentra luchando por mantener el equilibrio entre ambas situaciones que, solo con el fin de la guerra de Ucrania, podríamos ver algo de visibilidad sobre una economía en la que abundan las sombras.

1. LOS BONOS RECUPERAN INTERÉS.



La actuación de los bancos centrales, con las fuertes subidas de tipos que vienen realizando en los últimos meses, están devolviendo gran parte del brillo perdido por la renta fija en los últimos años.

El principal valedor de este renacer es el bono americano que, con una curva de tipos invertida en casi todos los plazos, muestra a su bono a 10 años cerca del 4%, niveles no vistos desde 2007, aunque en plazos cortos, como el 2 años, se sitúa claramente por encima del 4%.

Algo más retrasado, pero con la misma tendencia, tenemos al bono alemán que, si hace un año “cobraba” por custodiar el dinero de los inversores, ahora paga una

rentabilidad superior al 2% (1,75% a 2 años). Estos datos se ven eclipsados por la periferia europea, ya que el bono español renta por encima del 3% e Italia en torno al 4%.

Únicamente Japón se mantiene al margen de la tendencia global, ya que ni con toda la negativa coyuntura económica mundial es capaz de generar inflación y por ende, comenzar la subida de tipos.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

La actuación del BCE para “armonizar” de las primas de riesgo antes de verano no ha tenido excesivo éxito, ya que la subida de tipos realizada por Lagarde tras conocerse los altos niveles de inflación ha disparado los tipos a los que se endeudan los distintos países de la Zona Euro, aunque las primas de riesgo siguen relativamente estables. Así, el bono español aumenta en el trimestre 86 pb hasta el 3,28%, mientras que el alemán también aumenta 78 pb hasta el 2,11%, aumentando la prima de riesgo española 9 pb hasta los 118 pb.

Por el lado corporativo, la tensión en las emisiones también se ha incrementado, al dejar el BCE sin soporte a las emisiones corporativas. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, incrementa en 16 pb en el trimestre, situándose en máximos del último año, en 134 puntos.



Mercado	Índice	Rent. 3 Trimestre	Rent. 2022
Gobierno	Deposito 1 día	-0,03%	-0,32%
Gobierno	Deposito 1 año	-1,11%	-2,61%
Gobierno	Europeo 1-3 años	-1,82%	-4,10%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-3,21%	-8,67%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-4,47%	-12,83%
Gobierno	Español 1-3 años	-1,91%	-4,55%
Gobierno	Español 3-5 años	-3,01%	-8,59%
Gobierno	Español 5-7 años	-4,21%	-12,85%
Gobierno	Americano 3-5 años	-3,08%	-8,70%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	-1,57%	-5,77%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	-2,90%	-12,14%
Corporativo	ML Europeo	-3,28%	-15,06%
Corporativo	Americano 3-5 años	-3,11%	-11,81%
Corporativo	High Yield Europeo	-0,90%	-15,11%
-	Emergentes	-4,06%	-20,50%

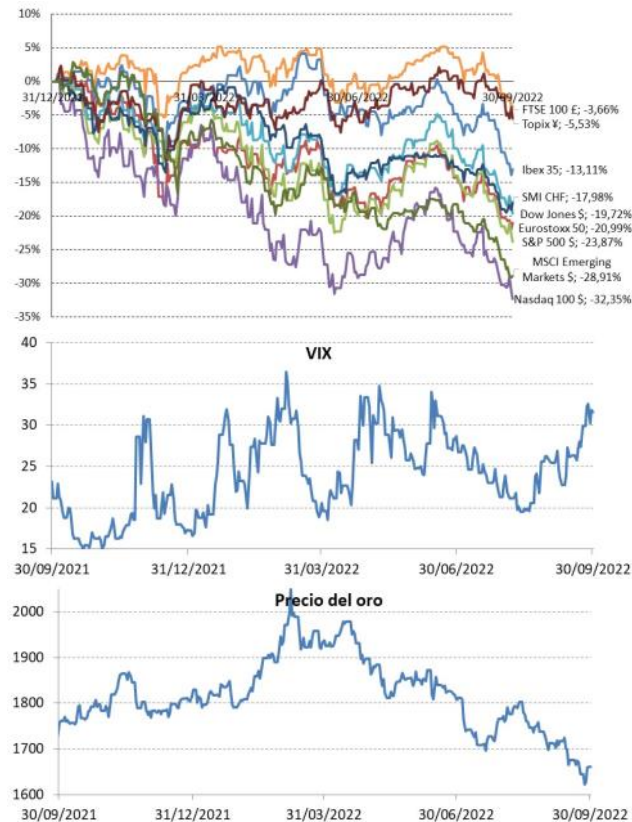
En esta situación, todos los índices de renta fija se sitúan en negativo mes tras mes, siendo los números rojos más abultados en las emisiones de mayor riesgo, tanto en emisor como en duración.

La deuda pública española registra rentabilidades similares a la europea en todos los plazos, con los más largos como el 5 - 7 años dejándose algo más del 4% en el trimestre, y acumulando pérdidas en el año del 12,85% y 12,83%, respectivamente. En el lado corporativo, recortes más moderados, con los plazos más largos dejándose un 3,28% en el mes, 15,06% en el año. El mercado emergente también pierde 4%, acumulando en el año minusvalías superiores al 20%. Por su parte, el high yield se deja un 0,90% en el trimestre, un 15,11% en el año. Los índices americanos, muy en línea con los europeos, perdiendo un 3% tanto en el índice de gobiernos como en el corporativo, acumulando en el año pérdidas del 8,70% y 11,81% respectivamente.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. 3 Trimestre	Rent. 2022
España	Ibex 35	-8,28%	-13,11%
Europa	Eurostoxx 50	-3,71%	-20,99%
EE.UU.	S&P 500	-4,88%	-23,87%
EE.UU.	Nasdaq 100	-4,42%	-32,35%
EE.UU.	Dow Jones	-6,17%	-19,72%
Reino Unido	FTSE 100	-2,72%	-3,66%
Suiza	SMI	-4,28%	-17,98%
Japón	Topix	-0,79%	-5,53%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-12,48%	-28,91%

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



En este trimestre hemos tenido movimientos de alta volatilidad, con una primera parte del periodo de optimismo, con todos los índices rebotando fuerte, y una segunda en la que el pesimismo se ha adueñado del mercado, fruto de un mal dato de inflación, que devuelve a la práctica totalidad de los índices a zona de mercado bajista (pérdidas superiores al 20% desde el máximo anterior).

En esta situación, las caídas en los índices son generales en el trimestre, entre el 4 y el 8% y en el que únicamente el Topix consigue retornos algo menos negativos, del 0,79%. Por el otro lado, el índice emergente se ha visto especialmente afectado por la fortaleza del dólar y se deja en el mes un 12,48%.

En el acumulado del año, todos en rojo, con el Nasdaq perdiendo un 32%, el emergente un 29% y el S&P 500 o el Eurostoxx 50 con descensos entre el 21/24%. Los que menos caen, el FTSE 100, que se deja un 3,66% y el Topix que pierde un 5,53%.

La volatilidad vuelve a subir, con el índice VIX cerrando el mes por encima de 30, cerca de los máximos del año aunque todavía sin marcar miedo extremo. El oro no ha actuado de refugio como en anteriores crisis y pierde los 1.700\$ la onza, muy afectado por la apreciación del dólar. Los datos de inflación marcarán el devenir del mercado. Si siguen sin contenerse, la FED mantendrá su agresividad y eso afectará a las empresas más endeudadas, como ya hemos visto en la tecnología. En pocos días comienza la temporada de resultados y el mercado está muy pesimista, viendo muy penalizados estos por el incremento general de costes de producción, por lo que presentaciones malas, pero mejor de lo esperado, podrían provocar cierto rebote. La incertidumbre es total, ya que en esta cotelera no podemos olvidarnos de la guerra de Ucrania, que seguro que mantendrá la incertidumbre por el precio del gas, especialmente en Europa. Sea como fuere, a la renta variable le ha "salido" competencia y, con la fuerte subida de tipos que estamos teniendo en bonos, los perfiles de inversión más conservadores van a volver a su situación previa, devolviendo parte de los flujos de capital de la renta variable hacia la renta fija.

4. MERCADOS DE DIVISAS

El mercado de divisas también ha sufrido un fuerte terremoto, especialmente por el efecto de la apreciación del dólar provocada por la política restrictiva de la FED y devolviendo la imagen de divisa dominante y valor refugio que no hace mucho, algunos analistas e inversores cuestionaban en favor de otros productos como las criptomonedas.



Div / Eur	Rent. 3 Trimestre	Rent. 2022
DÓLAR	6,93%	16,00%
LIBRA	-1,93%	-4,23%
YEN	0,28%	-7,75%
FRANCO SUIZO	3,45%	7,21%
YUAN	0,68%	3,62%

Las variaciones más destacadas en el trimestre han sido la apreciación como decíamos del dólar, próxima al 7% y el franco suizo, con alzas del 3,48%. En el lado contrario, la libra se deprecia un 2%, debido a la inestabilidad política del país, con decisiones de política fiscal que han provocado el hundimiento de la divisa que su Banco Central se ha visto obligado a intervenir para tratar de frenar.

En el año, el dólar se aprecia un 16% y se sitúa claramente por debajo de la paridad, mientras que el franco suizo se aprecia un 7%. En el otro lado, el yen se deprecia casi un 8%, debido a que el BoJ mantiene políticas monetarias expansivas.

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*	3 Trimestre	2022	
Defensivo	0,87%	-2,84%	-10,47%	4,00%
Moderado	1,84%	-2,85%	-11,73%	5,46%
Agresivo	3,26%	-2,52%	-12,15%	6,59%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Los tres perfiles de inversión siguen acumulando pérdidas y se sitúan en mínimos de rentabilidad anual, lastrados por la mala evolución de todos los activos y observándose muy pequeñas diferencias de rentabilidad entre los riesgos asumidos.

En este escenario, en el trimestre, el perfil agresivo es el menos malo, dejándose un 2,52%, seguido por el perfil defensivo, aunque prácticamente empatado con el moderado, que se dejan un 2,84% y 2,85% respectivamente.

En el año, los tres perfiles con muy mala rentabilidad y pequeñas diferencias, todos dentro de una horquilla del 2%, con un perfil agresivo que terminó con caídas del 12,15% y el defensivo retrocediendo un 10,47%, penalizados por el efecto de la cobertura del 100% del dólar.

La volatilidad interanual sigue repuntando con fuerza en los últimos meses y se sitúa en la horquilla del 4% para el perfil defensivo y del 6,59% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles sigue contrayéndose, entre el 0,87% y 3,26%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos por debajo del 2,5% anual. Estas rentabilidades, tras las caídas del último año y los elevados niveles de inflación, dejan unas pírricas rentabilidades reales en las carteras de los tres perfiles, independientemente del nivel de riesgo asumido.

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



MADRID

Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta
28003 Madrid
Tel.: 91 451 67 00

cpps.mad@consultoradepensiones.com

BILBAO

Lutxana, 6—4º dcha. D
48008 Bilbao
Tel.: 94 415 90 68

cpps.bio@consultoradepensiones.com

BARCELONA

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.