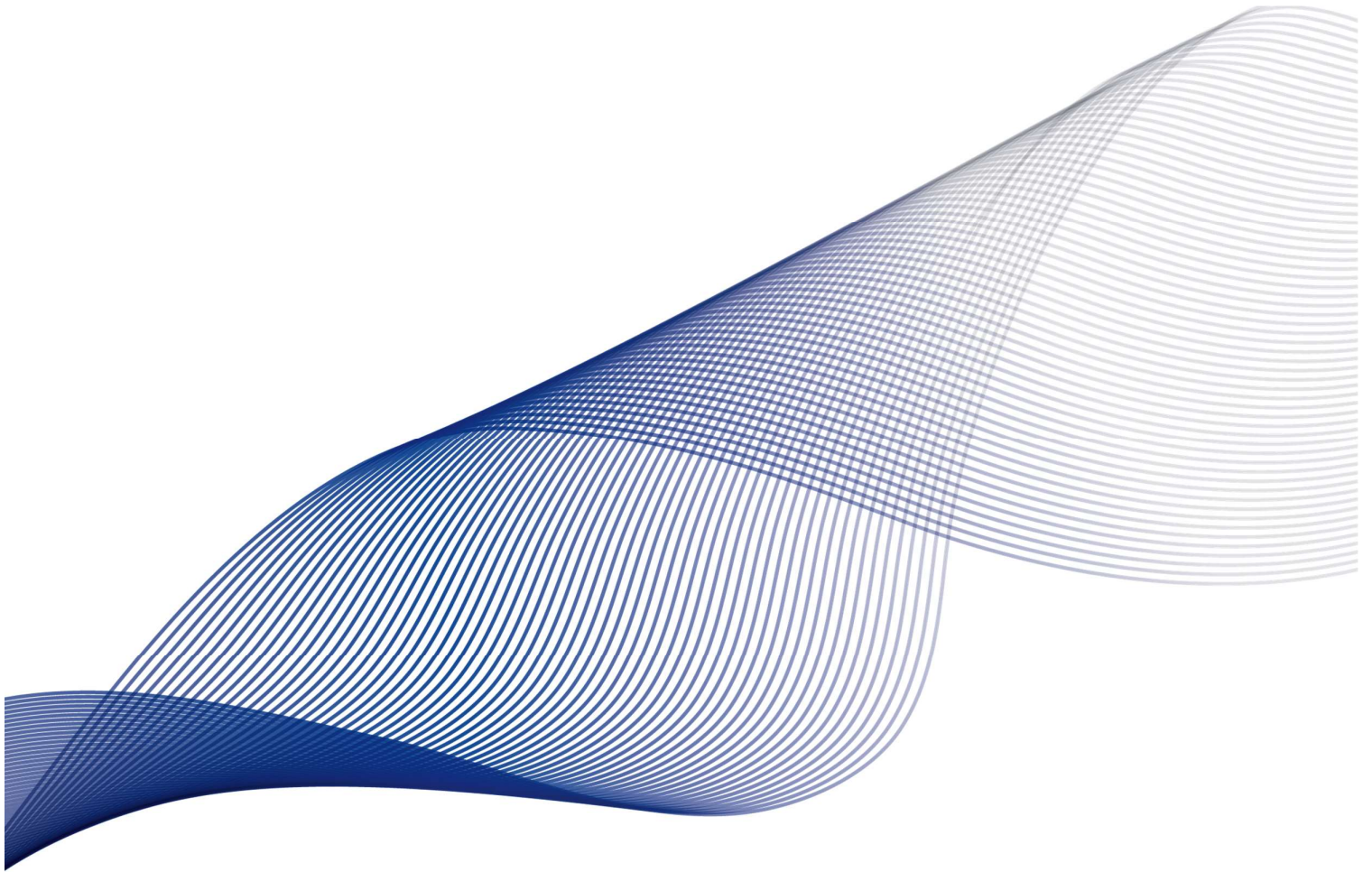


PP Prime Partners

— DEPUIS 1998 —

MARKET INSIGHT

FEBRERO 2022





Análisis de los Mercados

Febrero 2022

¡La Reserva Federal vuelve a barajar (repentinamente) las cartas!

El entorno de los mercados se deterioró fuertemente en enero, tal como lo indica la marcada tensión en la volatilidad de las acciones.

La persistencia de las incertidumbres sobre el futuro de la covid-19 y la geopolítica (Ucrania) ya habían incitado a los inversionistas a mostrar mayor cautela, después de un final de año bursátil sólido. Sin embargo, fue la Reserva Federal estadounidense la que propició el "shock" desestabilizador para las bolsas.

Al abrir la puerta a una reducción del tamaño de su balance, como se mencionó en las actas de la reunión monetaria de diciembre de 2021, J. Powell y sus colegas tomaron por sorpresa a los operadores del mercado. Estos últimos han

importantes (entre el 30% y el 80%) y los inversionistas han huido masivamente de las criptomonedas, tal como es el caso del bitcoin.

En general, el desinterés por las acciones de larga duración fue notable, ya sea por los valores tecnológicos, especialmente por aquellos con perfiles de rentabilidad inciertos, los del sector del lujo o los que habían experimentado una fuerte expansión de sus múltiplos durante los últimos 12 meses.

El movimiento de rotación de los inversionistas desde los valores de alto crecimiento hacia sus homólogos más cíclicos y/o de mayor valor ha sido particularmente violento. Estamos satisfechos con esta evolución, dado nuestro

"El reajuste de las tasas reales es un factor que de ninguna manera debe pasarse por alto durante los próximos meses."

FRANÇOIS SAVARY, CHIEF INVESTMENT OFFICER, PRIME PARTNERS

tenido que ajustar a toda prisa sus expectativas sobre el proceso de restricción monetaria en los Estados Unidos. ¡La jugada fue inesperada!

A partir de ahora, la mayoría de los inversionistas esperan no menos de cuatro alzas de tasas, y algunos incluso prevén 5, 6 o 7 aumentos del coste del dinero en 2022. Por otra parte, la idea de una reducción del tamaño del balance trae malos recuerdos a los participantes del mercado, el de los años 2017-2018 cuando J. Powell había actuado en la misma dirección.

La tensión en los rendimientos a 10 años US sancionó rápidamente la nueva realidad monetaria. Sin embargo, fue el fuerte repunte de las tasas reales lo que causó estragos en las bolsas.

Si a primera vista hay que hablar de consolidación en las acciones -la bajada de los principales índices (exceptuando el Nasdaq) es inferior al 10% en el momento de escribir estas líneas-, una observación más atenta puede llevar a hablar de una corrección bursátil; en efecto, algunas caídas de precios son

mensaje de favorecer un sesgo más cíclico para 2022.

El reajuste de las tasas reales es un factor que de ninguna manera debe pasarse por alto durante los próximos meses.

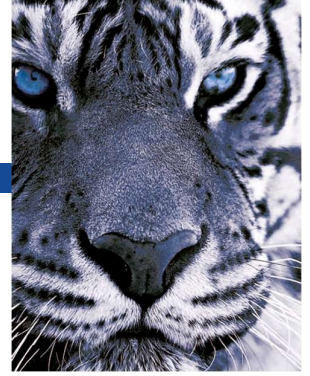
Está íntimamente ligado a la cuestión de la inflación y su probable normalización. La Fed ha reconocido claramente su "fracaso" en el control del alza de los precios al iniciar su reciente giro de 180 grados en la gestión de su política monetaria.



Aunque el cambio de rumbo no nos extraña, su amplitud y la rapidez del movimiento sí nos sorprenden.

A pesar de la propensión de los inversionistas a revisar el número de alzas de tasas a tener en cuenta, creemos que no hay que precipitarse en ese frente.

Nos mantenemos escépticos sobre el principio de cuatro alzas de los Fed Funds durante 2022. Como lo dijimos el



mes pasado, eso dependerá del retroceso de la inflación que cabe suponer a partir del final del primer trimestre.

Pero una cosa está clara: ¡hay que apostar a que las tasas de interés reales sigan subiendo! ¡Se trata de una realidad que puede calificarse de "inevitable"!

Para sintetizar, se puede decir que las bolsas progresaban hasta ahora bajo la influencia principalmente de tres fenómenos: la abundancia de liquidez, el fuerte crecimiento de los beneficios y la capacidad de soportar altos múltiplos de valoración gracias a unas tasas reales históricamente bajas. En pocas semanas solamente, dos de estos pilares (el P/E y la liquidez) han quedado en entredicho.

En otras palabras, las bolsas dependen ahora del crecimiento (tanto económico como de los beneficios) para obtener los recursos que permitan la progresión de los precios.

Habíamos comentado ampliamente este punto en nuestras publicaciones anteriores; y de la misma manera, habíamos señalado que el riesgo de un error de política monetaria aumentaría en 2022, a raíz de una postura menos acomodaticia en Estados Unidos, lo que favorecería un repunte de la volatilidad.

El mes de enero no nos perdonó en este frente, vistos los movimientos diarios cuanto menos erráticos.

Como ya lo hemos dicho, la cuestión del crecimiento es ahora la piedra angular de todas las perspectivas que se pueden estimar para las bolsas internacionales.

¿Debemos poner en duda la idea de que, a pesar de la desaceleración, el crecimiento será de buena calidad en 2022?

No lo creemos, dadas las cifras recientes y los indicadores adelantados de los que disponemos. Sin embargo, no podemos ignorar que el riesgo de un error de política monetaria va en aumento, con sus posibles consecuencias para la coyuntura. En este sentido, ¡cuanto más se retrase la normalización de la inflación, más importante será ese riesgo!

El entorno monetario en el que hemos entrado marca una nueva fase del ciclo financiero y sigue siendo, en nuestra opinión, negativo para los activos de renta fija. Mantenemos nuestra opinión y aconsejamos una posición

infraponderada en esta clase de activos, particularmente en la deuda gubernamental.

Además, los bonos corporativos de mayor calificación no son atractivos dado el excedente insuficiente de rentabilidad que ofrecen y el riesgo de duración que conllevan. Nos mantenemos alejados de ese tipo de inversiones.

Aunque el diferencial de rendimiento de los bonos de alto rendimiento no ha sufrido fuertes presiones durante las últimas semanas, lo que puede ser en parte tranquilizador sobre el futuro del ciclo económico, decidimos reducir nuestra exposición en enero. Este movimiento es el resultado de nuestro deseo de gestionar lo mejor posible el riesgo global de las carteras.

Asimismo, se han reducido las posiciones en deuda indexadas a la inflación, debido a nuestras perspectivas sobre las tasas reales durante los próximos meses.

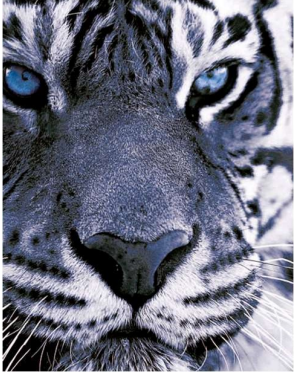
En cuanto a las acciones, seguimos opinando que tienen un potencial de revalorización razonable comparado con los niveles de cierre de finales de 2021. En otras palabras, si los tomamos como referencia, es factible que se produzcan ganancias (6-8%) en línea con el crecimiento de los beneficios.

Este potencial es atractivo al compararse con los bonos y justifica privilegiar las acciones en detrimento de estos últimos.

La fuerte sacudida de las bolsas en enero nos llevó a ajustar posiciones en la cartera.

En este sentido, nos hemos desprendido de las exposiciones excesivamente orientadas al crecimiento y hemos invertido en valores petroleros. Esta última elección se debe en parte a las tensiones en Ucrania, aunque también nos ha permitido reforzar nuestro sesgo cíclico en las acciones; una forma de decir que no creemos en la inminencia de una recesión mundial.

Cabe destacar que hemos mantenido nuestra exposición en las acciones de los mercados emergentes, que resistieron mejor que las de los países desarrollados en enero. La decisión de China de aflojar las riendas monetarias nos parece una buena noticia para estos activos; asimismo, los signos de mejora en el frente de la pandemia podrían permitir una vuelta a la normalidad en el frente comercial a mediano plazo, lo que debería apoyar a los mercados emergentes cuya valoración no está cara.



En términos más generales, dada la velocidad de la caída del mercado de acciones, la cuestión esencial es saber si hay que volver a comprar a la baja.

No es fácil responder a esta pregunta. Nos parece que lo más importante es evitar dejarse llevar por reflejos que pueden haber sido válidos durante los últimos 18 meses, pero que ya no son necesariamente de actualidad.

El choque provocado por la Fed no es insignificante y, como ya se ha mencionado, hemos entrado en una nueva fase del ciclo financiero debido a las recientes decisiones de la autoridad monetaria.

Ver la volatilidad (VIX) acercarse a los 40 con tanta rapidez es un fenómeno poco común que no debe menospreciarse a la vista de las razones que hay detrás del movimiento.

En este contexto, hay que separar la orientación a corto plazo que puede darse a una cartera diversificada de aquella que fija el rumbo en un horizonte de doce meses.

Esta elección está totalmente en consonancia con lo que expresábamos el mes pasado en relación con nuestro deseo de no extrapolar la situación más allá del año en curso, en parte por el riesgo que el vuelco monetario estadounidense podía inducir para la coyuntura a más largo plazo.

A pesar de la reciente caída, no creemos que sea legítimo revisar al alza la ponderación en acciones que se debe tener para finales de 2022. ¡No vamos a modificar el rumbo que nos hemos fijado porque las incertidumbres han aumentado considerablemente!

El choque de volatilidad que están experimentando los mercados debe ser digerido y la visibilidad sobre las perspectivas económicas y de beneficios debe reforzarse para considerar una modificación de este postulado; en otras palabras, no nos parece razonable considerar que el choque inducido por la Fed pueda olvidarse rápidamente ni que el cambio de rumbo monetario sea un "hecho puntual". Es muy probable que se produzcan ondas de choque en un futuro próximo.

No obstante, seguimos privilegiando las acciones frente a los bonos, dadas las perspectivas económicas y financieras para 2022. Aunque nos mantenemos reacios a ir más allá en el entorno actual.

¿Significa esto que no hay que aprovechar las oportunidades de compra?

El movimiento bajista de las últimas semanas es tal que la tentación de reposicionarse en los mercados de valores, al menos para reequilibrar las ponderaciones en acciones, es grande. En el contexto del rumbo anteriormente definido, nos inclinamos efectivamente a actuar cuando lo juzguemos oportuno comprando. Nos estamos preparando para ello.

En este contexto, durante los últimos meses nos habíamos centrado en los valores cíclicos y en ciertos segmentos más defensivos. La fuerte caída de los títulos de crecimiento podría ofrecernos la oportunidad de reequilibrar un poco nuestra asignación sectorial, pero con un sesgo de calidad que debe seguir siendo prioritario.

En cuanto a nuestras opiniones sobre las divisas o el metal amarillo, no requieren ningún comentario particular, ya que seguimos en la misma tónica que el mes pasado.

En conclusión, enero fue un mes difícil. Los movimientos del mercado no son ilógicos dado que la Fed ha decidido barajar las cartas de una forma significativa. Este movimiento cambia las reglas del juego para los mercados financieros en una perspectiva de 12 meses, aunque sólo sea porque que la volatilidad de las acciones debería seguir siendo más importante que en el pasado reciente!

Aunque la temporada de resultados ha entrado en su fase más intensa y los resultados anunciados no son ni mucho menos malos, no hay que considerar que el pilar del crecimiento beneficiario sea incapaz de devolver el impulso a las bolsas.

Navegar en un contexto como éste no es nada fácil, pero ésa es la tarea que debemos realizar.

El mes pasado destacamos el hecho de que el entorno de los mercados bajo la influencia de un cambio de rumbo monetario conduce a condiciones más volátiles para las inversiones bursátiles. Ya se puede decir que 2022 no será una excepción a la regla, ¡eso es seguro!

Ginebra, 30 de enero de 2022



Prime Partners SA
Rue des Alpes 15
P.O. Box 1987
1211 Geneva 1

www.prime-partners.com

CONTACTOS

François Savary

Chief Investment Officer

Jérôme Schupp

Analyste Actions

Julien Serbit

Senior Investment Advisor

T. 41 22 595 09 97

fsavary@prime-partners.com

jserbit@prime-partners.com

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este contenido es proporcionado por Prime Partners SA y/o una de sus entidades (a continuación "PP") a título indicativo. El contenido está destinado a un uso interno y en ningún caso podrá constituir una oferta, un consejo o una recomendación de comprar o vender un valor mobiliario o de efectuar cualquier transacción, ni tampoco un consejo de cualquier otra naturaleza. El contenido está particularmente dirigido a un destinatario que no es un inversionista calificado, acreditado, elegible y/o profesional. El uso del contenido es exclusivo de su destinatario y no podrá bajo ningún concepto, ser transferido, impreso, descargado, usado o reproducido por un tercero. PP pone todo el cuidado en la preparación y actualización de las informaciones de este contenido, obtenidas de fuentes consideradas como fiables, aunque sin garantizar no obstante la pertinencia, exactitud y exhaustividad. Por esta razón, PP, así como sus administradores, directores, empleados, agentes y accionistas, no asumen ninguna responsabilidad por las pérdidas y daños de cualquier tipo que resulten del uso de las informaciones aquí contenidas. Este contenido está previsto exclusivamente para un destinatario que comprende y asume todos los riesgos implícitos y explícitos que puedan derivarse. Todas las decisiones tomadas por el destinatario en materia de inversiones son de su única responsabilidad y se basan exclusivamente en su propia evaluación independiente (y en la de sus consejeros profesionales) de su situación financiera, sus objetivos de inversión, los riesgos específicos, los criterios de elegibilidad, las consecuencias jurídicas, fiscales, contables, así como en su propia interpretación de las informaciones. PP no asume ninguna responsabilidad en relación con la adecuación o inadecuación de las informaciones, opiniones, valores mobiliarios o productos mencionados en este contenido. Los rendimientos pasados de un valor mobiliario no garantizan los rendimientos futuros. El contenido ha sido elaborado por un departamento de PP que no es una unidad organizacional responsable de análisis financiero. PP se somete a exigencias reglamentarias y prudenciales distintas y ciertos valores mobiliarios y productos de inversión no pueden ser ofrecidos en todas las jurisdicciones o a todos los tipos de destinatarios. De ahí que el destinatario deba conformarse a las reglamentaciones locales. No existe ninguna intención por parte de PP de ofrecer valores mobiliarios o productos de inversión en los países o jurisdicciones donde una oferta de ese tipo fuese ilegal en virtud del derecho interno aplicable.