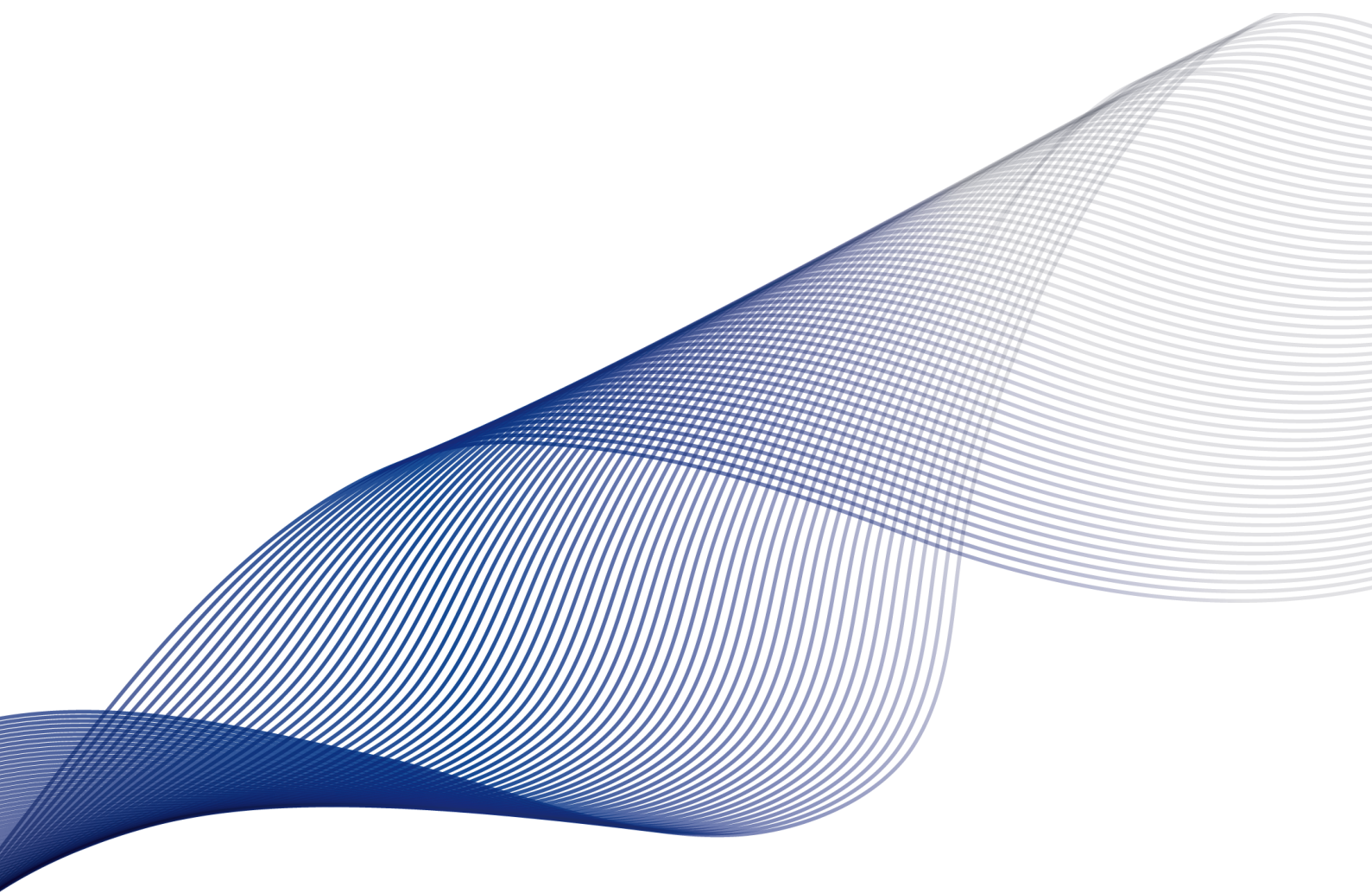


PP Prime Partners

— DEPUIS 1998 —

MARKET INSIGHT

DICIEMBRE 2022





Análisis de los Mercados

Diciembre 2022

Las convulsiones del entorno global y el reto de la asignación óptima de recursos

El objetivo principal de la economía no ha cambiado

El reto al que se enfrenta cualquier economía puede resumirse diciendo que el objetivo es lograr una optimización restringida, es decir, maximizar la producción en relación con los recursos disponibles.

En todo momento, y sea cual sea el modelo elegido (fuerzas del mercado, planificación, etc.), el objetivo es el mismo. Sin embargo, el contexto en el que se lleva a cabo este proceso puede variar de manera significativa.

La crisis de la covid-19 había dado lugar, en su momento, a afirmaciones sobre el cambio del entorno general que serviría de marco a la economía mundial en el futuro. El inesperado, o al menos erróneamente interpretado, retorno de una alta (¿y sostenida?) inflación es, en este sentido, un claro legado de la crisis sanitaria.

también hay que reconocer que tienen circunstancias atenuantes que invocar.

2022 quedará como un hito importante para la economía mundial, debido a la invasión de Ucrania por su vecino oriental. Sin embargo, no hay que olvidar otros factores, como la continuada escalada de las relaciones sinoestadounidenses (crisis de Taiwán, presión sobre las exportaciones de semiconductores por parte de Washington) o el evidente fracaso de la política sanitaria china en la gestión de la covid-19.

La multiplicación rápida y combinada de las crisis

Las consecuencias directas o indirectas de estos acontecimientos han salpicado los últimos trimestres y es muy probable que su impacto esté lejos de desaparecer, favoreciendo así la sensación de un clima cambiante y/o un mundo

"Hoy más que nunca, la palabra "crisis" ha pasado a ocupar un lugar central en la valoración de la situación mundial."

FRANÇOIS SAVARY, CHIEF INVESTMENT OFFICER, PRIME PARTNERS

Las condiciones han sufrido un cambio significativo en 2022

El problema de la inflación, con el que empezamos el año 2022, no ha dejado de influir en la evolución económica y financiera durante los últimos 12 meses.

Esto suponía un cambio de contexto que exigía un ajuste tras varias décadas de desinflación, o incluso de riesgo de deflación, tal y como ocurre en Japón o en Suiza.

La respuesta monetaria a esta nueva realidad ha sido demasiado lenta, lo que ha contribuido a hacer de 2022 uno de los peores años para los mercados financieros de los últimos cincuenta años.

La combinación de mercados bajistas en bonos y acciones obedece al "nuevo reparto" en materia de inflación que desestabiliza a los inversores.

Culpar a los grandes tesoreros se ha vuelto una práctica muy común. No obstante, sin querer negar la responsabilidad que deben asumir,

más incierto en general.

Hoy más que nunca, la palabra "crisis" ha pasado a ocupar un lugar central en la valoración de la situación mundial.

Los términos de crisis energética, crisis alimentaria, crisis medioambiental o crisis de las relaciones internacionales se han convertido en temas recurrentes de los que nadie puede escapar en el día a día.

Los corolarios de estas convulsiones no son menos discutidos: el fin de los dividendos de la paz, el refuerzo de la regionalización en detrimento del proceso de globalización, la vuelta del Estado al papel de estrategia económica o incluso la voluntad creciente de favorecer una transición energética más rápida, puesto que cada vez es más indispensable.

Algunas tendencias ya estaban evidentemente en marcha, pero en 2022 se ha producido una clara aceleración de estos fenómenos. ¡Una convergencia de "ondas de choque" que puede



dar legítimamente la sensación de una "verdadera tormenta" para el mundo!

Al principio de este comentario hablábamos de la importancia del entorno en el que cualquier economía pretende llevar a cabo el proceso de optimización restringida. ¡Lo menos que podemos decir es que 2022 ha sido una verdadera prueba de lo que esto significa!

2022 plantea retos a largo plazo de una magnitud muy diferente a la de la crisis de 2020

La visión pesimista hará hincapié en el carácter insalvable de estos acontecimientos, cuyos efectos son profundos y duraderos. Al contrario, los más optimistas señalarán que el sistema se está adaptando rápidamente, como en el caso del rapidísimo endurecimiento monetario emprendido por la Fed a partir de la primavera o las medidas europeas relativas a la gestión de la crisis energética; en otras palabras, el sistema se dobla pero no se rompe!

Seguimos convencidos de que 2022 no es comparable a 2020. La crisis sanitaria ya había alimentado el debate, a veces excesivo, sobre un cambio fundamental del contexto al que la economía debía adaptarse.

La deflación de la "burbuja" de los valores tecnológicos -sobre todo de los menos rentables- que vimos en 2022 confirmó que las hipótesis de un cambio estructural del entorno tras la covid-19 estaban lejos de ser ciertas.

Por otra parte, las convulsiones de 2022 conllevan ajustes duraderos sobre los cuales será difícil volver.

Así, ¿es viable la vuelta de Europa a una política de dependencia de los hidrocarburos rusos? Las medidas adoptadas durante los últimos meses, reforzadas por la reciente firma de un acuerdo entre Qatar y Alemania sobre el suministro de GNL durante los próximos 15 años, hacen improbable tal idea.

¿Están las relaciones sinoestadounidenses en vías de mejorar, como en el caso del encuentro entre Xi Jinping y J. Bien en el reciente G20? Uno estaría tentado de decir que la historia de la segunda mitad del siglo XX nos ha enseñado que la distensión no es incompatible con un clima de "guerra fría" como telón de fondo.

¿Puede la guerra en Ucrania conducir a una paz de compromiso? La vía diplomática es obviamente deseable, lo que no quiere decir que sea creíble, al menos a corto plazo. Las

relaciones en el Viejo Continente sólo pueden sufrir las consecuencias, de las que la entrada de Suecia y Finlandia en la OTAN es tan sólo una de ellas.

Un mayor reto para tomar decisiones de inversión

Estas interrogantes han alimentado y siguen alimentando nuestra reflexión. Navegar por las aguas de estos cambios de circunstancias para la economía mundial no ha sido fácil.

Durante los últimos trimestres hemos cometido errores en la aplicación de nuestra política de inversión.

Sin embargo, hemos llevado las riendas lo mejor posible y le hemos informado con la mayor claridad posible sobre nuestras opiniones y los ajustes de nuestra política de inversión a medida que nos hemos visto confrontados a los (múltiples) imprevistos.

Le agradecemos su paciencia y confianza durante este año caótico, durante el cual se han puesto a dura prueba nuestros nervios.

Una mirada hacia el futuro

El año 2023 se acerca rápidamente y, como puede verse, el contexto general está plagado de incertidumbres.

La cuestión de la inflación ha marcado el año 2022 y debería seguir siendo así durante el próximo año, aunque esperamos un desenlace más favorable. En este sentido, la batalla librada por los grandes tesoreros comienza a dar sus frutos, particularmente en Estados Unidos.

Seguimos apostando por una mayor desaceleración de los precios; es posible que la inflación vuelva a niveles más razonables (en torno al 5%) de aquí a finales del primer semestre de 2023 en Estados Unidos.

Así, es evidente que la política de reducción de la demanda, que el endurecimiento monetario pretende fomentar en las principales economías desarrolladas, repercutirá en la coyuntura. La desaceleración de la economía continuará, al menos durante la primera parte de 2023.

Reiteramos que la probabilidad de una recesión de la economía mundial es del 50% y que la alternativa más creíble es una evolución débil y errática del crecimiento (25%).

Los debates sobre la naturaleza de una posible recesión arrecian desde hace varios meses.



Dada la continua solidez del mercado laboral y el probable fin del endurecimiento monetario en EE.UU. para la primavera (esperamos subidas de tipos de 75 a 100 puntos básicos a partir de los niveles actuales), prevemos una contracción limitada en caso de que se produzca una recesión en toda regla.

Orientaciones de inversión defensivas

Nuestras asignaciones han evolucionado significativamente desde enero y su orientación se ha reforzado durante el último trimestre.

Aunque entramos en 2022 con una marcada infraponderación en renta fija y una ligera sobreponderación en acciones, la tendencia se invirtió durante el año, ya que el rally de las acciones durante el verano nos llevó a recoger velas a niveles relativamente más favorables en primavera.

Entramos en 2023 con una fuerte posición en efectivo y bonos; en este sentido, aumentamos el peso de los bonos en noviembre, conforme a lo anunciado en nuestro último comentario. Una vez más, hemos privilegiado los segmentos más defensivos (la deuda gubernamental y la deuda corporativa más segura).

Teniendo en cuenta nuestras visiones económicas y el escenario de la política monetaria estadounidense, la prima de riesgo de estos activos de renta fija es atractiva. Cabe señalar que el rally de los mercados de bonos desde mediados de octubre debería fomentar una mayor moderación en la ampliación de la duración a corto plazo.

Este punto no pone en duda nuestra voluntad de aumentar esta última a la larga, pero recomendamos esperar a que se presenten mejores oportunidades. Así, una vuelta al rango del 4,10%-4,20% en los rendimientos US a 10 años podría ser un nivel interesante para actuar.

Como se puede ver, la situación general no debería incitar a asumir un riesgo excesivo en una cartera diversificada, al menos en un primer momento.

Parece probable que la ponderación de los bonos vuelva a aumentar, si no en las próximas semanas, al menos durante los próximos meses. Sin embargo, todavía es demasiado pronto para reconsiderar nuestro mensaje de cautela en relación con el segmento de alto rendimiento a mediano plazo.

Nos acercamos a 2023 con una infraponderación y un posicionamiento sectorial relativamente defensivo en las bolsas por varias razones.

En primer lugar, la subida de los mercados desde mediados de octubre nos parece exagerada y debería ser objeto de una consolidación.

En segundo lugar, hemos alcanzado el límite superior de nuestros márgenes de fluctuación definidos para los últimos meses -3.600-4.100 en el S&P 500, por ejemplo-, un importante obstáculo técnico a corto plazo.

En tercer lugar, la valoración del mercado ya no es tan atractiva después del rally de las últimas semanas debido a la expansión de los múltiplos.

Por último, y por no decir sobre todo, el crecimiento de los beneficios para 2023 sigue siendo muy incierto. Una falta de visibilidad que debería llevar a la cautela, al menos a corto plazo.

El primer trimestre permanecerá agitado para los mercados bursátiles, mientras que el potencial de los índices se ve limitado para los próximos 12 meses. De hecho, un objetivo de 4100 en el índice S&P500 a finales de 2023 nos parece una expectativa razonable.

Como puede ver, dados los recientes niveles observados, no hay razón para precipitarse en las acciones a corto plazo

La cuestión del retroceso de la inflación sigue siendo crucial para los mercados bursátiles en 2023. Cuanto antes y con más fuerza se materialice, más pronto podrán los operadores centrarse en la cuestión central de los beneficios y definir sus expectativas.

En el caso de una "recesión" contenida, los mercados deberían encontrar los recursos para estabilizarse dentro de una amplia banda de fluctuaciones a corto plazo antes de volver al alza; otra forma de decir que la perspectiva de un nuevo mínimo en los índices (3200 en el S&P 500, por ejemplo) en el marco del actual mercado bajista será tanto más reducida cuanto que la Fed podrá poner fin a su endurecimiento monetario de aquí a principios de la primavera y que el debilitamiento de la coyuntura seguirá siendo limitado.

Un escenario que no es imposible y que debemos estar preparados para afrontar, si fuera el caso, para aprovechar las oportunidades, tanto aumentando la ponderación de los activos



bursátiles como modificando nuestras opciones sectoriales desde la posición defensiva actual.

A pesar de una evolución reciente más favorable, nuestro posicionamiento en materia de divisas ha sido una fuente de frustración en 2022, debido a la persistente fortaleza del dólar en particular.

Seguimos convencidos de que la moneda del Tío Sam ha alcanzado niveles excesivamente caros y que en los próximos trimestres se producirá un descenso a medida que el proceso de subida de tipos en Estados Unidos llegue a su fin, por un lado, y se desacelere la coyuntura, por otro. Además, los resultados de los demócratas (mejor de lo esperado) en las elecciones de mitad de mandato limitan considerablemente las posibilidades de que se adopten medidas de estímulo fiscal o presupuestario en Estados Unidos.

Elevamos nuestros márgenes de fluctuación sobre el euro/dólar a 1,00-1,04 a corto plazo, manteniendo un objetivo por encima de 1,05 para finales de 2023.

En cuanto al franco, cabe señalar que, tras una fuerte apreciación seguida del endurecimiento monetario del BNS en junio, la moneda ha retrocedido ligeramente frente al euro durante las últimas semanas.

Esperamos que el CHF se mantenga fuerte en 2023, debido al mejor control de la inflación suiza en comparación con el resto del mundo y a las incertidumbres mundiales imperantes. Es de esperarse un movimiento lateral entre 0,95 y 1,00 contra el euro durante los próximos trimestres.

El metal amarillo, en el que seguimos invertidos, nos ha deparado algunas sorpresas agradables recientemente, tras varios meses de resultados decepcionantes. La causa principal es la debilidad del billete verde y la relajación de las tasas reales. Mantenemos una visión constructiva sobre el oro a mediano plazo (objetivo de 1950 a 12 meses), más allá de la posible digestión de sus recientes ganancias en el futuro inmediato.

En cuanto al segmento energético del complejo de las materias primas, lo manejamos a través de nuestras posiciones en acciones.

Por último, no recomendamos la exposición a los metales industriales en nuestro escenario económico central, salvo ciertas posiciones en aquellos metales esenciales para la transición

energética y el camino hacia la electrificación (cobre).

En conclusión, no nos desagradará -como a tantos otros- ver que 2022 llega a su fin, para los mercados financieros en particular.

Las convulsiones de 2022 no terminarán el 31 de diciembre, ni mucho menos.

Aunque los riesgos siempre pueden verse como oportunidades que se pueden aprovechar, no es el momento de actuar indiscriminadamente en este sentido.

Nos acercamos a 2023 con un sesgo defensivo, confirmando algunas de nuestras convicciones (sobre el dólar y el oro, por ejemplo), por un lado, y con el deseo de continuar el trabajo iniciado para reforzar nuestra cartera de bonos, por otro.

No parece que se den las condiciones para poner en duda nuestra posición infraponderada en acciones de forma inmediata. Lo evaluaremos de forma continua, siempre partiendo del principio de que el primer trimestre de 2023 debería ser complicado para esta clase de activos.

Aprovechamos la ocasión para desearle unas felices fiestas de fin de año y hacerle llegar nuestros mejores votos de bienestar y salud.

Ginebra, 30 de noviembre 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

Equity Analyst

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.