

# MERCADOS

## OUTLOOK 2022





## Riesgos y Oportunidades para 2022

---

Covid-19 y inflación se anticipan como las principales amenazas para los mercados en 2022.

Respecto a la situación epidemiológica, las primeras malas noticias no han tardado en llegar y durante el mes de diciembre han arrojado los primeros jarros de agua fría.

Primero, empezamos el invierno en el hemisferio norte con un fuerte incremento de contagios en toda Europa, pero con especial incidencia en los países donde la población se había mostrado más reticente a vacunarse. Esta situación llevó consigo la toma de medidas por parte de los gobiernos europeos para minimizar los contagios, focalizados en las restricciones de movilidad con foco en los no-vacunados, pero con consecuencias económicas relevantes derivadas de la caída de la actividad que supondrán.

Esta situación, que nos puede parecer novedosa desde nuestra perspectiva local, no lo es tanto si la analizamos desde un punto de vista global: hasta el día de hoy, muchos países (sin la capacidad de vacunar a la población de los países desarrollados) sólo han podido optar por cerrar la economía para frenar los contagios, lo que ha seguido provocando la paralización de economías emergentes cada vez que se produce un nuevo brote, y con una incidencia económica especialmente grave en los países asiáticos, donde se genera gran parte de la producción mundial.

Lo que si es nuevo es la aparición de la nueva variante del coronavirus, la *ómicron*, por la incertidumbre que genera en cuanto a sus efectos y también en cuanto a la capacidad de las vacunas actuales de hacerle frente. Esta incertidumbre, se materializó en diciembre de 2021 a través de fuertes caídas en los mercados de renta variable y subidas en los precios de la deuda pública que actúa como valor refugio.

El segundo riesgo que nos preocupa para 2022 es la inflación.

Lo cierto es que la inflación lleva siendo un riesgo para la economía mundial desde que la actividad económica volvió a arrancar tras los confinamientos, cuando se empezaron a administrar las primeras vacunas. La vuelta a la actividad económica demostró no ser algo tan simple como lo fue pararla, puesto que la situación en cada país y en cada sector era diferente, y los ritmos de arranque también.

---

*2022 llega con la amenaza de principalmente dos riesgos: el Covid-19 y la inflación.*

---

Las primeras consecuencias fueron los cuellos de botella que se empezaron a generar en el comercio mundial, exacerbados a veces por hechos puntuales como el cierre del Canal de Suez tras el accidente del Evergreen, o por situaciones que trascienden al coronavirus y que tienen que ver con la guerra comercial abierta por Donald Trump con China, que es el origen de los problemas de suministro de microchips actuales.

El segundo efecto lo encontramos en el mercado laboral norte-americano, cada vez más tensionado tras el fin del confinamiento, y que está generando cada vez mayores presiones en sueldos.

Ante esta situación, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ha contribuido a la confusión con la utilización del concepto de 'inflación transitoria', para muchos interpretado como un fenómeno de corta duración, mientras que para la Fed implica que es un tipo de inflación que no generará un daño económico permanente. Finalmente, en diciembre decidió dejar de utilizar esta palabra, pero otra vez el mercado reaccionó asumiendo un problema grave de inflación – un sentido muy diferente al que le da la Fed.

Nuestra visión de estos riesgos para 2022 da lugar al optimismo, y con él enfocamos la búsqueda de oportunidades.

Respecto al coronavirus y la nueva variante *ómicron*, estamos de acuerdo en que genera incertidumbre, y los nuevos confinamientos son una mala noticia, pero la farmacéutica Moderna ya ha anunciado que puede tener una versión adaptada de la vacuna en menos de un mes. El problema sigue siendo que gran parte de la población mundial sigue sin vacunarse, ya sea porque no puede o porque no quiere. Pero, igualmente, esta situación no es nueva, la hemos vivido recientemente, y sabemos que le podremos hacer frente y volver a la actividad económica normal. Y sobre la base que los mercados se avanzan a la economía, anticipando el futuro, el daño en los mercados debería ser breve y de corto recorrido, y en cualquier caso una oportunidad de compra.

La inflación es un problema diferente, especialmente por lo impredecible de la situación.

Compartimos el criterio de la Fed en cuanto a la 'transitoriedad de este fenómeno': para nosotros transitorio no significa breve, sino que tiene un principio y un fin, y en función de la evolución epidemiológica el fin debería estar entre la segunda parte de 2022 y 2023. Hemos estado en una montaña rusa llamada coronavirus, y ahora la economía mundial está mareada, le da vueltas la cabeza y le cuesta caminar. Pero eventualmente todo volverá a su sitio y podremos volver a avanzar con normalidad. No será un fenómeno rápido, sino un proceso que deberá seguir su ritmo al final del cuál las tensiones inflacionistas deberían desaparecer.

<sup>1</sup> Breakeven: diferencia entre la rentabilidad nominal de un activo de renta fija y la rentabilidad real de un bono ligado a la inflación de vencimiento y nivel de riesgo crediticio equiparable. El forward breakeven a 5 años dentro de 5 años equivaldría a la expectativa de diferencia entre la rentabilidad de la deuda pública a 5 años de EE.UU. y la rentabilidad de la deuda pública de

IPC EE.UU. vs Forward Breakeven 5A-5A



Prueba de ello es el gráfico anterior, donde se compara la lectura de inflación habitualmente utilizada por la población, el IPC, con el *forward breakeven* del 5 años dentro de 5 años<sup>1</sup>. El primero, en naranja, es la medida de la evolución de precios de una cesta de consumo, equivalente a la inflación nominal. El segundo, en negro, es la expectativa –cotizada en el mercado- de diferencia de rentabilidad entre el bono ligado y el no ligado a la inflación, lo cuál supone la expectativa del mercado respecto a la inflación.

Que el primero se sitúe en estos momentos por encima del 6% es el resultado de las roturas continuas en las cadenas de producción, el incremento del coste de las materias primas, y los incrementos salariales en EE.UU.. Incluso antes

EE.UU. a 5 años vinculada a la inflación, dentro de 5 años, y es la principal medida de referencia sobre la inflación utilizada por la Reserva Federal de Estados Unidos.



de la llegada del invierno y de la variante *ómicron*, la principal estrategia de lucha contra el Covid-19 en muchas partes del mundo es confinar las zonas donde se producen brotes, y en Asia implica cerrar zonas industriales que desestabilizan el comercio mundial. Además, el arranque acelerado de la demanda en los países desarrollados frente a una producción en continuo proceso de arranque-paro en los países manufactureros implica que el transporte de estas mercancías no es regular, generando saturación en las líneas comerciales y en los centros logísticos, en especial en los puertos de la costa oeste de EE.UU. y en las líneas de transporte marítimo entre Asia y esos puertos, con el consiguiente incremento en su coste (de \$4.000 a más de \$20.000 por container).

Evolución materias primas y transporte marítimo China-Costa Oeste EE.UU. (2021)



De igual modo, el arranque de la actividad productiva precisa de materias primas, cuya extracción había quedado paralizada por el Covid, y que además acumulaba un largo periodo de precios bajos que condujo a una falta de inversiones en nuevas fuentes de aprovisionamiento. El resultado ha sido

también un incremento de precios en los materiales, donde la demanda excedía mucho a la oferta en los momentos de mayor aceleración económica.

Respecto a la situación del mercado laboral, el Covid-19 trajo consigo los ERTE y una tasa de desempleo que alcanzó niveles del 15% en Estados Unidos. Sin embargo, ha ido cayendo progresivamente y se situaba en octubre de 2021 (último dato antes de este informe) en el 4,6%, aun lejos del 3,5% pre-covid, pero sí a un nivel próximo al pleno empleo.

Sin embargo estos tres sustentos del crecimiento de precios –problemas en las cadenas de aprovisionamiento, precios de materias primas y costes laborales– empiezan a moderarse a medida que va normalizándose la situación. Los precios de enviar contenedores de China a la costa oeste norte-americana se han ido moderando desde los \$20.000 del mes de septiembre a los \$15.000 actuales, y deberían seguir cayendo a medida que los puertos norte-americanos vayan normalizando su situación. Los precios de las materias primas, por su lado, también han empezado a normalizarse, mientras que los costes laborales conviven con los incrementos de productividad derivados de la digitalización de la economía: si no se generaba inflación con una tasa de paro del 3,5% antes del Covid, tampoco tienen que hacerse permanentes las tensiones actuales al 4,6%.

¿Significa eso que no va a haber tensionamiento de la política monetaria? Claramente no. 2022 va a ser un año donde vamos a ver la retirada progresiva de las políticas monetarias y fiscales expansivas en la mayor parte del mundo: la economía empieza a andar sola y ya no son necesarias.

*Aún así, el entorno sigue siendo favorable para la renta variables, y para 2022 esperamos otro año de ganancias, aunque mucho más modestas que en 2021.*



En EE.UU. la proyección de subidas de tipos de interés de la Fed estima tres subidas de 25 puntos básicos para 2022 y otras tres para 2023, lo que dejaría los tipos en el 0,75%-1% en 2022 y 1,5-1,75% en 2023. Además, el *tapering* se aceleraría hasta finalizar en marzo de 2022. En Europa, se estima que a lo largo de 2022 va a empezar a ejecutarse el *tapering* –se reducirá el volumen de compras de deuda pública- y que en 2023 empezarán las subidas de tipos de interés.

Pero un mercado con menos apoyo de los bancos centrales y con tipos de interés al alza será una prácticamente una novedad en los mercados desde la crisis financiera de 2009. Por lo tanto, será de esperar un incremento de la volatilidad y un recorte de los múltiplos de valoración en renta variable, como ya hemos empezado a ver en 2021.

Aún así, el entorno sigue siendo favorable para la renta variables, y para 2022 esperamos otro año de ganancias, aunque mucho más modestas que en 2021.

Y no sólo van a ser más modestas, sino que al tratarse de un mercado sin el impulso de inyecciones monetarias, vamos a encontrar una mayor diferencia entre el comportamiento de las compañías ‘ganadoras’ y las ‘perdedoras’.

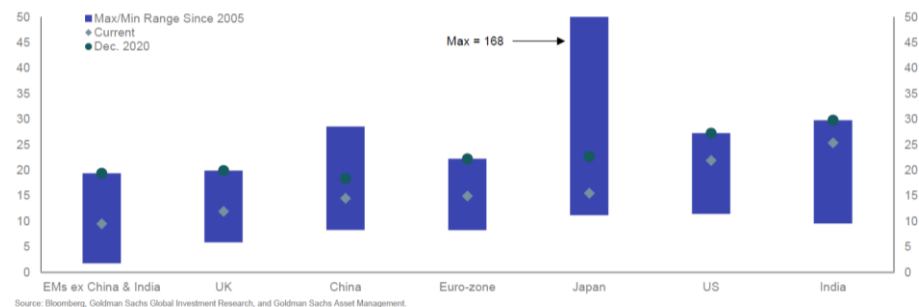
Para seleccionar a las primeras, vamos a priorizar dos tipos de empresa: aquellas con capacidad de incrementar su margen de beneficios en un entorno inflacionario, y las que sean capaces de conseguir tasas de crecimiento destacables en un mundo donde el crecimiento va a ser cada vez más moderado.

En el primer grupo, la clave va a ser la selección de compañías capaces de incrementar su margen, trasladando incrementos de costes al consumidor a través de precios sin que eso les erosione sus cuotas de mercado.

<sup>2</sup> Equity Risk Premium: exceso de rentabilidad de la renta variable por encima del tipo de interés libre de riesgo.

En el segundo, vamos a seguir focalizados en tres megatendencias: tecnología, medio ambiente y sanidad, centrándonos en el primer caso en la gestión de los datos, la revolución industrial y la digitalización, mientras en medio ambiente nos centraremos en energía limpia, eficiencia de recursos, consumo sostenible, economía circular y sostenibilidad en el uso del agua. En Sanidad, nos centraremos en medicina de precisión mínimamente invasiva, genética y salud digital.

Valoración Bolsas (P/E Forward) por mercados. Actual (rombo gris) vs cierre 2020 (punto verde) vs rango desde 2005 (barra azul)



En cualquier caso, entramos en el año 2022 con unas valoraciones más atractivas (a nivel de ratios precios/beneficios) de lo que eran a principios de 2021, con un coronavirus en fase de remisión, las cadenas de suministros que van a seguir normalizándose y unos beneficios que deberían subir alrededor del 8% en Estados Unidos, del 4% en Europa y del 5% en mercados emergentes, según Goldman Sachs AM. Los tipos de interés reales van a seguir siendo negativos a pesar de las subidas de tipos esperadas, y el risk premium<sup>2</sup> de la renta variable sigue siendo positivo.



En conclusión, la renta variable es el único activo que para 2022 sigue ofreciendo rentabilidades reales (descontando inflación) positivas, y los flujos deberán seguir acompañando el valor en lo que esperamos sea un nuevo año de ganancias.

Fuentes: Bloomberg, Morningstar Direct, GSAM, Goldman Sachs Global Investment Research. Datos a 31/12/2021.



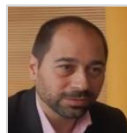
*Ramon Cirach*  
Arquia Gestión SGIC  
*@moncirach*



*Xavier Carulla*  
Arquia Gestión SGIC



*Isabel Sánchez Burgos*  
Arquia Gestión SGIC



*Josep Bayarri*  
Arquia Gestión SGIC  
*@BayarriMarkets*

**Aviso Legal:**

El presente informe ha sido elaborado por Arquia Bank, S.A. (Arquia Banca), inscrita en el Registro del Banco de España con el nº 3183 y autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a prestar servicios de inversión y auxiliares a éstos. Este documento no tiene valor contractual, y la información que contiene podría modificarse sin previo aviso. Este informe tiene naturaleza meramente informativa, y en modo alguno, constituye asesoramiento financiero explícito o implícito, y tampoco recomendación personalizada sobre la compra o venta de instrumentos financieros. Recuerde que para recibir asesoramiento financiero de Arquia Banca, antes debe suscribir un test de idoneidad y el contrato que la entidad le presente, previa la información precontractual que Arquia Banca le suministre. Este informe, no supone solicitud, invitación u oferta de compra, venta, suscripción o negociación de fondos de inversión específicos, y tampoco de otros instrumentos financieros o valores mobiliarios. Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este documento sobre instrumentos financieros o valores mobiliarios de cualquier clase, es personal de cada inversor, y debería siempre adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales instrumentos financieros o valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto correspondiente a dichos instrumentos financieros que debe estar registrado y disponible en la CNMV. La información que contiene este documento se refiere al periodo de tiempo que figura reflejado en el propio documento, y ha sido obtenida de fuentes consideradas como fiables y, aunque se han realizado los mejores esfuerzos y tareas adecuadas por Arquia Banca para garantizar que la información que incluye, y en la que se basa dicho informe, no sea incorrecta, inexacta, incierta e inequívoca en el momento de su emisión, Arquia Banca no garantiza que sea exacta y completa, razón por la cual, no debe confiarse en ella como si lo fuera, de tal forma, que Arquia Banca declina cualquier responsabilidad por los errores que pudiera contener dicha información, y en particular, no asume

responsabilidad alguna por cualquier pérdida patrimonial o perjuicio (directo o indirecto) del destinatario o receptor de este documento, que haya hecho un uso indebido de la información ofrecida en este informe. Cualquier información relativa a rentabilidades o resultados, simplemente son un dato a tener en cuenta pero nunca el más importante, y en cualquier caso, se refieren a los periodos comprendidos entre los doce meses anteriores y cinco años, según los casos, advirtiendo expresamente que cualquier cifra relativa a resultados o rentabilidades pasadas o rendimientos históricos no son un indicador fidedigno de rentabilidades o resultados futuros. La información actual podría no ser adecuada en el futuro, razón por la cual, debe tomar en consideración este informe en el momento y fecha actual de su emisión, a no ser, que explícitamente se indique lo contrario. En caso de figurar información relativa a divisas, se advierte expresamente al inversor que deberá considerar los posibles incrementos o disminuciones del rendimiento en función de las fluctuaciones monetarias. Cualquier previsión que se realizara, bajo ningún concepto, será un indicador fidedigno de obtención de resultados o rentabilidades futuras. Las perspectivas de futuro que pudiera contener este informe, son opiniones y como tales, susceptibles de cambio. Cualquier cita a una autoridad competente en este informe y aviso legal no debe inducir a pensar que la misma aprueba o respalda los servicios y productos a los que se refiere.

Queda prohibida la reproducción, copia, distribución y difusión, parcial o total por cualquier medio del presente documento, salvo autorización escrita de Arquia Banca. Todos los derechos reservados.