

MERCADOS

OUTLOOK 2022





Macroeconomía

Tras las importantes caídas registradas por los indicadores económicos en 2020 por el cese de toda actividad a consecuencia del Covid, 2021 se iniciaba con un tono bastante más optimista, tono que se iba afianzando a medida que avanzaban las campañas de vacunación. Las menores restricciones a la movilidad permitían a los países reabrir sus economías e ir recobrando poco a poco su dinamismo, tanto en la parte industrial como en la de servicios. La resolución de algunas de las incertidumbres que más pesaban sobre los mercados por entonces, como el acuerdo comercial entre el Reino Unido y la Unión Europea, sellado el 30 de diciembre, o la proclamación de Joe Biden como nuevo presidente de Estados, también contribuían nada más comenzar el año a crear un clima de mayor confianza. Después de nueve meses de auténtico caos y pánico sanitario y económico, por fin comenzaba a verse la luz al final del túnel.

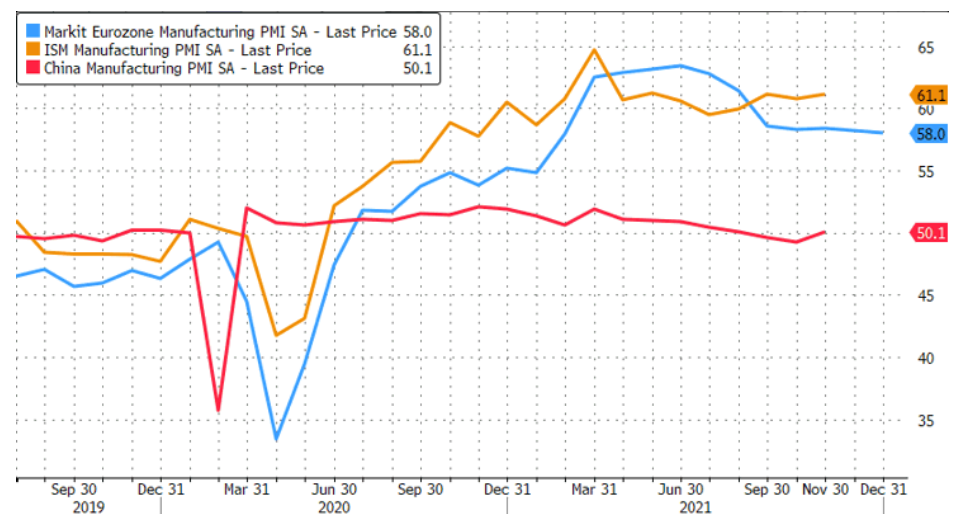
Pase a las diferentes olas de la pandemia — en este 2021 hemos sufrido las variantes Alfa, llegada desde el Reino Unido; Beta, procedente de Sudáfrica; Gamma detectada en Brasil; Delta proveniente de la India, parar cerrar el año con la Ómicron, de nuevo originaria de Sudáfrica —, los indicadores económicos adelantados fueron avanzando en positivo. Ya en el mes de marzo, el ISM Manufacturero de Estados Unidos alcanzaba niveles de 59 puntos, mientras el ISM del sector Servicios se situaba en 60,4 puntos, continuando con una tendencia alcista que duraría hasta el verano, para perder después algo de impulso.

Recordemos que 50 es el punto de inflexión entre contracción y expansión económica y que, en los meses más duros del confinamiento en 2020, estos indicadores llegaron a situarse en Estados Unidos a niveles de 36 en el caso del ISM Manufacturero y de 27 en el caso del ISM del sector Servicios.

Respecto a la zona euro, el índice PMI Compuesto de Markit que, en abril de 2020 había llegado a desplomarse hasta en niveles de 13 puntos, lograba, un

año después acercarse a los 54 puntos. A cierre del año 2021, el PMI Compuesto de la zona euro se situaba en 53,4 puntos (dato aún provisional), mientras que en el caso de Estados Unidos el ISM manufacturero cerraba en 57,8 y el ISM de servicios en 57,5 puntos (ambos también datos provisionales).

PMI manufacturero China-EE.UU.-Eurozona



Los bancos centrales, la salvaguarda

No ha sido un año exento de dificultades. Sin duda, las vacunas han ayudado a generar optimismo entre los inversores, aunque también han sido fuente de incertidumbre en periodos en los que se complicaba el suministro y la distribución de dosis entre la población. Junto a ello, las mejores expectativas respecto a la recuperación económica han venido soportadas por el continuo apoyo de los bancos centrales. Tanto la Reserva Federal (FED) como el Banco Central Europeo (BCE) han estado comprometidos en salvaguardar, a través de políticas expansivas ese proceso de recuperación. A lo que hay que sumar el impulso de los estímulos fiscales puestos en marcha por los distintos países,



con Estados Unidos a la cabeza a través de sus paquetes millonarios de gasto social y de inversión en infraestructuras y transición energética.

Más adelante, llegaron las consecuencias menos deseables de ese proceso de recuperación, en un escenario como poco anómalo, con unos cuellos de botella en los procesos de producción muy persistentes y que no sólo han ocasionado rotura de *stocks* en buena parte de los sectores industriales sino que, además, han contribuido a generar una inflación anormalmente elevada; de igual forma soportada por el incremento de los precios de las materias primas y la energía.

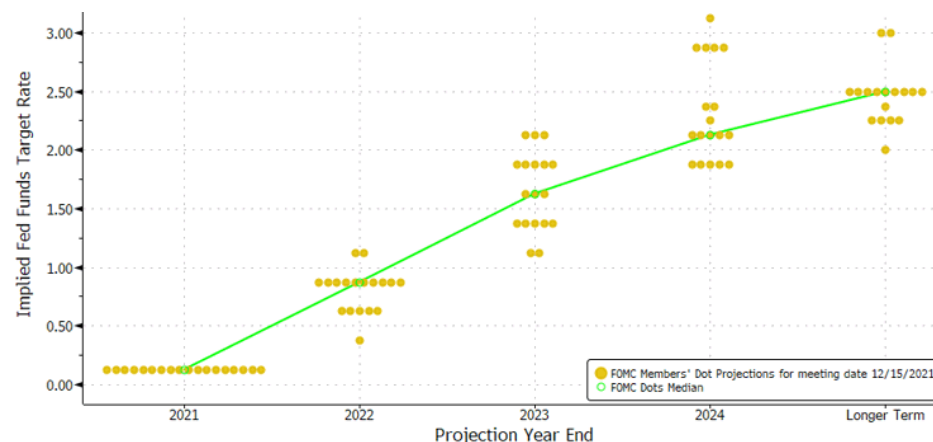
Durante buena parte del año, con la inflación en plena escalada y los tipos de mercado repuntando, los bancos centrales desplegaron un discurso de tranquilidad. La “inflación transitoria” -expresión estrella de la FED y del BCE en 2021- ha ido perdiendo significado a medida que iban pasando los meses, ante la evidencia de que, antes o después, las políticas expansivas debían iniciar otro rumbo, sobre todo en Estados Unidos, donde el ciclo está más avanzado. Preparar a los mercados para ese cambio de rumbo y evitar un *tapper tantrum* como el del año 2013 no iba a ser fácil.

El punto de inflexión fue Jackson Hole (Wyoming), la gran cita anual de los banqueros centrales de finales de agosto, durante la cual Jerome Powell aseguró que si la economía americana seguía evolucionando de manera positiva, podría ser apropiado comenzar a reducir el ritmo en las compras de bonos en 2021. La fuerte creación de empleo registrada en el mes de julio en Estados Unidos (nada menos que 943.000 empleos), así como el dato de inflación (entonces ya en el 5,4%, en términos interanuales) apoyaban y justificaban esta decisión.

En todo caso, no ha sido hasta la última parte del año cuando la FED ha decidido acometer con mayor contundencia el cambio de dirección de su política monetaria. Primero, matizando y desterrando el término “transitorio” de su discurso a la hora de referirse al incremento de la inflación; dejando claro que transitorio es algo que tiene un principio y un fin, y no por ello debe ser corto en el tiempo. Segundo, anunciando la reducción de su programa de compras

de bonos en 15.000 millones de dólares al mes; para poco después duplicar esa cifra, hasta los 30.000 millones y, finalmente, revelar la hoja de ruta en cuanto a subidas de tipos de interés. Cuando concluya el proceso de *tapering*, previsto para este próximo mes de marzo, la FED acometerá su primera subida de tipos. Previsiblemente, habrá tres en 2022, lo que dejaría la tasa oficial en la franja del 0,75%-1% y, probablemente, habrá otras tres en el siguiente ejercicio, aunque todo dependerá de cómo evolucione la economía, la inflación y el mercado laboral.

Proyección de tipos de intervención Fed (DOTS)



El último dato de IPC en Estados Unidos, correspondiente al mes de noviembre, fue del 6,8% anualizado, lo que respaldaría el argumento de la FED, quien espera que la economía americana crezca un +5,5% este año (frente a una contracción del -3,4% en 2020) y un +4% en 2022, para moderarse en 2023 hasta el +2,2%. Y lo mismo con la inflación, que se mantendría elevada durante un tiempo, para reducirse hasta niveles del 2,3% en el año 2023.

En Europa, el BCE presentaba en el mes de julio su nueva estrategia de política monetaria, centrada en un objetivo de inflación simétrico del 2% a medio plazo



— a fin de dotarse de mayor flexibilidad —, aún protector con los programas de estímulo. A diferencia de la Reserva Federal, la institución europea no parece dispuesta, por ahora, a abandonar a su suerte a los mercados y, aunque ha puesto fecha de caducidad a su programa especial pro pandemia, el PEPP (marzo de 2022), también ha recalcado que seguirá ofreciendo apoyo a través de otros programas de compra, como el APP. Además, ha ampliado el horizonte de reinversión para el PEPP: ahora prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024, un año más tarde de lo previsto.

Por otro lado, y también a diferencia de Jerome Powell, Chirstine Lagarde ha seguido recalcando el carácter transitorio de la inflación y ha dicho: “Es muy poco probable que se cumplan las condiciones para subir tipos el próximo año (2022)”. Así que, por ahora, política monetaria expansiva por parte del BCE frente a un enfoque más hawkish o restrictivo de la Reserva Federal. Las compras netas finalizarían poco antes de que comiencen a subir los tipos de interés oficiales.

Europa sigue por detrás de Estados Unidos en el proceso de recuperación en marcha, no sólo por las mayores restricciones impuestas en la lucha contra la pandemia, sino también por contar con una estructura mucho más difícil de gestionar, por ejemplo a la hora de acometer los programas de estímulo fiscal, desarrollados en torno al Fondo de Recuperación Europeo, dentro del programa Next Generation.

Después de una contracción del -6,4% en 2020, la economía de la zona euro cerró el tercer trimestre del 2021 con un crecimiento interanual del +3,9%. En su última intervención de 2021, Lagarde reconoció que la recuperación está perdiendo impulso en los últimos meses del año. Su previsión de crecimiento para 2021 es del +5,1%, desacelerándose hasta el +4,2% en 2022. No obstante ha revisado al alza su pronóstico para 2023, hasta el +2,9%. En cuanto a las previsiones de inflación, estas han sido revisadas al alza: un 2,6% para 2021, un 3,2% para 2022 y un 1,8% para 2023.

Estados Unidos y Europa comparten incertidumbres de cara a este nuevo ejercicio: la evolución de la pandemia, los problemas en las cadenas de suministro que están afectando a países de sesgo industrial, como Alemania, el aumento de la inflación... Pero está claro que no se encuentran en el mismo punto, ni en términos de mercado laboral — la tasa de paro en Estados Unidos está ya en el 4,2% vs el 7,6% de la zona euro — ni de demanda.

China, el otro gran desafío

El otro gran desafío de 2021 ha sido China. Lo que, a priori, debería haber sido un dinamizador para el resto del mundo (el FMI había previsto que el gigante asiático creciera en 2021 un +8,4% tras ese despegue en “V” de su economía con el control de la pandemia), ha acabado siendo un generador de incertidumbre, lo cual ha tenido su claro reflejo en el mercado bursátil. El MSCI China probablemente cerrará 2021 con una caída de más del -20%, siendo, de lejos, la bolsa con peor comportamiento en el año. Un desafío que creemos seguirá vigente durante este nuevo ejercicio, al menos durante la primera parte del mismo, de ahí que, a corto plazo, sigamos extremando las precauciones a la hora de invertir en esta área geográfica.

El pasado mes de julio, las autoridades chinas provocaban una oleada de ventas después de establecer diversas medidas que afectaban, sobre todo, al sector educativo, entre ellas, la prohibición a la inversión extranjera. Ello derivó en fortísimas caídas de los ADR's (American Depositary Receipt) de compañías como TAL Education y New Oriental Education, contagiando de manera indiscriminada a otras industrias, como la tecnología, al considerar los inversores que la presión regulatoria podría extenderse a otros sectores privados, como así ha sido. Este riesgo regulatorio se ha mantenido vivo a lo largo del año.

Después llegaría Evergrande y sus implicaciones para el sector inmobiliario y bancario chino, así como las dudas de contagio hacia el resto del mundo. Con una deuda estimada de unos 300.000 millones de dólares, lo que equivaldría al 2% del PIB de China, Evergrande se ha convertido en un “monstruo” muy



complicado de gestionar. Algunos medios llegaron a hablar de un posible “Lehman Brothers” chino. Y lo cierto es que, aunque lejos está este caso de aquel fatídico 15 de septiembre de 2008, tras dejar de cumplir con varias de sus obligaciones financieras y ante la opacidad de la compañía, dos de las principales agencias de rating ya habrían colocado al gigante inmobiliario chino en situación de “default” o suspensión de pagos.

Covid, inflación, China... 2021, además, ha tenido que enfrentarse a otras problemáticas, como la negociación del techo de deuda en Estados Unidos, la guerra comercial entre China y Estados Unidos, la crisis energética. No obstante, continuamos con el proceso de recuperación económica, lo cual se ha visto reflejado en las cuentas de las compañías; y de cara a 2022 estamos seguros que eso nos permitirá captar numerosas oportunidades de inversión en diferentes áreas geográficas, siendo siempre muy selectivos y activos en la gestión.



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.