

RECOMENDACIONES PARA 2023

"I USED TO THINK THAT IF THERE WAS REINCARNATION, I WANTED TO COME BACK AS THE PRESIDENT OR THE POPE... BUT NOW I WOULD LIKE TO COME BACK AS THE BOND MARKET. YOU CAN INTIMIDATE EVERYBODY."- JAMES CARVILLE, 1990s

A punto de finalizar este año y como no se podía esperar de otra manera, volvemos a dejar atrás otro año de récords. Este difícil 2022 pasará a la historia por haber sido uno de los años con mayores temperaturas a nivel global, y no solo en términos climatológicos. Y es que tras algo más de tres décadas desde el fin de la Segunda Guerra Mundial, Rusia puso **fin a la Pax Europea** con la invasión de Ucrania, provocando el mayor conflicto y desplazamiento de refugiados desde 1945 en territorio europeo. Esto acabó trasladándose a los mercados de energía, que vivieron uno de los mayores periodos de inestabilidad y volatilidad de las últimas décadas, llevando a la **inflación a marcar doble dígito en Europa**, ligeramente por encima de EEUU. Pero 2022 también pasará a la historia por ser el año en el que los Bancos Centrales, de una manera abrupta, pusieron **fin a la burbuja de los bonos**, que sufrieron correcciones históricas llegando a perder los plazos a 30 años la mitad de su valor desde agosto de 2020.

Como adelantamos en esta misma carta hace ahora un año, la inflación resultó ser más estructural que transitoria y los bancos centrales se apresuraron a recuperar el tiempo perdido y su credibilidad, con las mayores subidas de tipos a nivel global en décadas. Esto afectó especialmente al sector tecnológico y a las *criptos*, que como señalamos eran los eslabones más débiles ante un incremento de los tipos a largo plazo y en el que el dólar saldría como el gran beneficiado. Por último, el aumento de las correlaciones volvió a traer reminiscencias del *tapering* del 2018, dejando pocas alternativas donde refugiarse.

Y es que como venimos advirtiendo, **los escenarios de alto riesgo (cisnes negros) se han convertido en escenarios de alta probabilidad**, lo cual refuerza más que nunca un enfoque en la gestión del riesgo que nos permita afrontar los episodios de elevada volatilidad con un espíritu constructivo. Como ha quedado demostrado, esto es clave para invertir con éxito a medio y largo plazo.

Los próximos trimestres volverán a estar marcados por las lecturas de inflación a nivel global, pero también por los datos de empleo y actividad económica, que indicarán lo lejos o cerca que está el ansiado punto de inflexión de la Fed (*pivot*). Mientras tanto, la mayor parte de los bancos centrales levantarán ligeramente el pie del freno, a la espera de que las subidas de este año puedan ser digeridas por las economías y causen su efecto. A la vez seguirán manteniendo un tono duro (*hawkish*) tensionando así las condiciones financieras, claves para desacelerar economías e inflación. Es por ello por lo que probablemente seremos testigos en 2023 de la entrada en recesión de las principales economías occidentales y **donde la renta fija destacará** por méritos propios.

En términos empresariales, **2022 ha vuelto a ser un gran año para nuestra entidad**. Comenzamos el año con la aprobación por parte del BCE y BDE de nuestra **licencia bancaria, transformándonos en Miraltabank**. Todo un reconocimiento al proyecto que comenzamos hace 12 años. Desde el punto de vista de gestión, **nuestros fondos de renta fija siguen destacando a nivel global por su rentabilidad y control de riesgos. Sequoia sigue siendo el mejor fondo por rentabilidad y Sharpe a 3 años anualizados, encontrándose este año también entre los 5 mejores de su categoría según Morningstar**. Esto ha hecho que aparte de las 5 estrellas de Morningstar, **Citywire nos otorgue este año el premio al mejor Gestor de Renta Fija Europea**. Una recompensa al trabajo de los últimos 3 años en un entorno muy complicado y donde existe una gran competencia internacional. **Pulsar, nuestro fondo de deuda privada muy apropiado para entornos como el actual, ha conseguido este año una rentabilidad superior al +4% en un año nefasto para la renta fija**, donde los índices globales han llegado a sufrir caídas superiores al -20%. Y por último **Narval, nuestro fondo de renta variable, que sigue manteniendo las 5 estrellas Morningstar, se**

encuentra clasificado como el 4º mejor fondo de su categoría a 3 años según Morningstar, con una rentabilidad aproximada del 9% anual.

Estos consistentes retornos a lo largo del tiempo, en parte gracias a la gestión del riesgo en la que nos hemos especializado, nos han vuelto a permitir vivir un **sólido crecimiento** en activos bajo gestión en un año muy complicado para la industria. Y es que 5 años después de lanzar nuestra gestora, hoy podemos asegurar que **nos hemos convertido en un referente en la gestión de tipo de interés y crédito a nivel internacional.**

A punto de finalizar 2022 quiero **agradecer de nuevo a nuestro equipo el trabajo y el esfuerzo** realizados para permitirnos seguir destacando en un entorno e industria tan compleja y competitiva. Esto pone de relieve nuestra máxima - **no es la más fuerte de las especies la que sobrevive, sino aquella que mejor sabe adaptarse al cambio.** Y por supuesto también **agradecer a todos nuestros inversores que hayan confiado un año más en nosotros para seguir creciendo juntos.** Muchas gracias.

Por último, me gustaría también presentarles las recomendaciones que hacemos de cara a 2023, quizás las más difíciles de sintetizar por la trascendencia del momento en el cual nos encontramos. La narrativa actual apunta a una desaceleración del crecimiento e inflación durante los próximos meses. La entrada en recesión de las principales economías será muy probablemente percibida como la victoria definitiva ante la inflación. A nuestro modo de ver, **nos adentramos en una era de mayor inestabilidad geopolítica, donde la relocalización de las cadenas de producción, la transición eco/energética y medidas que fomenten una mayor inclusión social (mayores salarios e impuestos) entre otras, derivarán sin duda en lecturas de inflación más elevadas que las anteriores al COVID-19.** Es por todo esto por lo que **Bancos Centrales y Gobiernos seguirán en el punto de mira de los Bond Vigilantes, y por lo que la gestión de riesgos seguirá siendo determinante a la hora de navegar con éxito el incierto panorama al que nos enfrentamos.** Desde todo el equipo de Miraltabank les deseamos un saludable, feliz y próspero 2023.





1. Nos adentramos en una nueva era inflacionista caracterizada por una mayor polarización geopolítica

Que deja tras de sí los beneficios de la Globalización (entorno geopolítico relativamente estable, crecimiento sostenido y lecturas de inflación contenidas - *goldilocks*), y en donde la gestión del riesgo cobrará un papel primordial. Y es que, desde el final de la 2ª Guerra Mundial, los siglos XX y XXI se han caracterizado por ser testigos de una segunda ola de Globalización que ha favorecido el comercio internacional, la inversión extranjera y en definitiva el crecimiento del PIB mundial. Hasta que la aparición en julio de 2018 de Trump y su Guerra de Tarifas la trastocaron, que más tarde en 2020 la siguió dificultando la pandemia de COVID-19 (con serios impedimentos al movimiento de bienes y personas a nivel global) y que ha acabado dilapidando las diferentes disputas internacionales (Ucrania, Taiwán, Irán...).

Y es que si echamos la vista atrás, el [G7 en 2021 en Cornwall](#) sentó las bases de las agendas de los gobiernos occidentales para los próximos años. **Agendas con un claro carácter inflacionista**, dado su elevado acento ASG (transición eco/energética e inclusión social), y donde organizaciones como la **OTAN cobran una nueva relevancia al tratar de garantizar la seguridad energética de occidente** y fomentar la expansión de estados democráticos de derecho. En este nuevo panorama multipolar, no sólo se ha replanteado el diseño de las cadenas de suministro y reubicado los centros de producción de industrias estratégicas (localización vs globalización). Sino que también se ha disparado la polarización a nivel geopolítico, con el consecuente aumento del gasto en "defensa" (confrontación vs colaboración).



2. Donde las lecturas de inflación se mantendrán elevadas y los tipos reales negativos

Especialmente si las comparamos con las vividas en la última década (excluyendo este último brote): +1.8% en EEUU & +1.1% en Europa, de inflación subyacente. Y es que curiosamente, han sido Bancos Centrales como la Fed los primeros en relajar sus objetivos de inflación, [permitiendo que esta supere el objetivo del 2%](#). Esto no sólo posibilita al Banco Central anclar ahora las expectativas de inflación en ambos lados de la distribución - tarea que antes le estaba resultando imposible -, sino que además **consigue deflactar la ingente masa de deuda acumulada** por los estados occidentales durante su lucha contra la pandemia.

Y es que también nos adentramos en una **nueva era de represión financiera**, una manera de **reestructuración sutil**, que permitirá a los estados sanear sus balances. La represión financiera implica mantener unos tipos de interés nominales más reducidos de lo requerido (es decir a un nivel inferior a las lecturas de inflación), de tal manera que sea esta la que erosione el valor de la deuda, y en definitiva del dinero. Los tipos de interés reales negativos, además de ser muy efectivos como herramienta de política monetaria expansiva, también permiten la transferencia de riqueza entre deudores (estados y jóvenes) y ahorradores (inversores y 3ª edad). Como bien argumenta Carmen Reinhart en su estudio [The Liquidation of Government Debt](#), dado que las reducciones de déficit implican medidas poco populares como son el aumento de impuestos y la reducción de gastos sociales, hacen de la represión financiera "silenciosa", con tipos de interés reales moderadamente negativos (1-2%) durante un largo periodo de tiempo, se convierta en la herramienta ideal desde el punto de vista político.

En esta nueva era, estamos siendo testigos del **Retorno de los Bond Vigilantes**. Término que acuñó Ed Yardeni a comienzo de los 80 y que denomina a aquellos inversores que ven con malos ojos programas fiscales con endeudamiento y gasto excesivo, como hemos podido comprobar este 2022 en Reino Unido. Los ingentes niveles de deuda que acarrearán los estados occidentales tras combatir la pandemia, unido a los programas de incentivos fiscales para paliar la crisis energética e inflacionista, no son bienvenidos por

los acreedores que seguirán **poniendo contra las cuerdas a aquellos estados en los que la disciplina fiscal brille por su ausencia.**

Adicionalmente a tipos de interés reales negativos, también es necesario que la inflación se mantenga relativamente alta durante un tiempo, generando un mayor crecimiento nominal, a la vez que se deflacta la deuda. Y como comentábamos anteriormente, existen diferentes fuerzas que seguirán presionando al alza las lecturas de inflación durante los próximos años: las propias expectativas de inflación, la relocalización de centros de producción de industrias estratégicas tras la pandemia, la escasez de mano de obra a nivel global que seguirá obligando a aumentar salarios en el medio plazo (salarios que han vivido su mayor merma en términos reales desde que existen datos, en parte por la pérdida de influencia de sindicatos), las políticas fiscalmente expansionistas que seguirán persiguiendo el escudo social, la propia expansión de la masa monetaria, el pico de producción en combustibles fósiles y la transición energética hacia las cero emisiones, la traslación de precios de compañías a consumidores, el proteccionismo y la polarización geopolítica con el consecuente aumento del gasto en defensa, etc.

En definitiva, **nos encontramos ante un nuevo entorno inflacionista donde los estados tendrán que buscar el equilibrio entre medidas sociales y fiscales en un mundo cada vez más polarizado, y donde los episodios de volatilidad serán más severos por la usencia de política monetaria expansiva.**



3. Y en la que seremos testigos de la recesión más anticipada de la historia

Provocada por el incremento del gasto energético y la pérdida de poder adquisitivo sin precedentes y a cámara rápida que ha sufrido el consumidor, que de ahora en adelante se enfrenta al endurecimiento del crédito en todas sus formas.

Afortunadamente **esta desaceleración será amortiguada por unos mercados laborales tozudamente sólidos a nivel global**, marcados por la escasez de la mano de obra, que permitirán que el crecimiento en términos nominales se mantenga fuerte a medio plazo. Es por ello, por lo que seremos testigos de una **actualización de salarios de una manera progresiva** y no tan radical como durante las décadas de los 70 y 80, dada la pérdida de influencia de las fuerzas sindicales tras el desastre laboral que significó del shock de Volcker.

Aun siendo la más anunciada, es imposible establecer el alcance y duración de esa futura recesión. Es por ello que resultará más **útil analizar los activos financieros y sus valoraciones, así como el resto de variables que indican en que dirección se moverán los flujos de capital.**



4. Siendo los eventos de alto riesgo la norma

En la última década, el uso de políticas monetarias no convencionales unidas a una presión regulatoria *in crescendo* crearon un coctel explosivo de infladas valoraciones e iliquidez en los mercados de capitales. La principal característica de este entorno eran los episodios de alta volatilidad, con movimientos en ambos lados de la distribución atípicamente elevados, donde se sucedían desplomes y recuperaciones récord, tanto en tiempo como en magnitud.

Una vez pinchada la burbuja de los bonos, y donde las valoraciones en renta variable están más en línea con su media histórica, **los episodios de riesgo se verán magnificados por la ausencia de la put de los Bancos Centrales, así como por la falta de liquidez provocada por la sobre regulación y la falta de convicción de los inversores.**

Durante los próximos trimestres, **inversores y Bancos Centrales se encontrarán entre la espada y la pared**. Entre la fortaleza de los datos macro y la esperada desaceleración económica que permita confirmar que dejamos atrás el pico de la inflación para poder beneficiarse del nuevo entorno de retornos implícitos ante el que nos encontramos. Mientras tanto, los Bancos Centrales se verán obligados a mantener su discurso duro (*hawkish*), tensionando las condiciones financieras y poniendo contra las cuerdas a inversores y activos de riesgo, como hemos comprobado este año.

ILUSTRACIÓN 1: NOS ADENTRAMOS EN UNA NUEVA ERA

	Última Década	Próxima Década
Macro		
Política Monetaria	Expansiva	Restrictiva
Crecimiento	Moderado	Elevado
Inflación	Baja	Alta
Tipos de Interés	Bajos	Altos
Tasas de Impago	Muy Bajas	Muy Bajas
Expectativas de Impago	Muy Bajas	Aumentando
Acceso a Crédito	Fácil	Difícil
Condiciones Financieras	Expansivas	Restrictivas
Represión Financiera	No	Si
Percepción Económica	Goldilocks	Estanflación
Activos		
Valoraciones Reales	Muy Altas	En Media
Diferenciales de Crédito	Muy Bajas	En Media
Retornos Esperados	Muy Bajas	Por Encima de la Media
Correlaciones	Bajas	Altas
Inversores		
Liquidez	Baja	Alta
Apalancamiento	Muy Elevado	Bajo
Sesgo Carteras de Inversión	Beta Alta & Corto Gamma	Defensiva & Largo Vol
Expectativas & Narrativa	Optimista	Negativa
Percepción del Riesgo	Muy Baja	Muy Alta
Ratios de Sharpe	Altos	Bajos

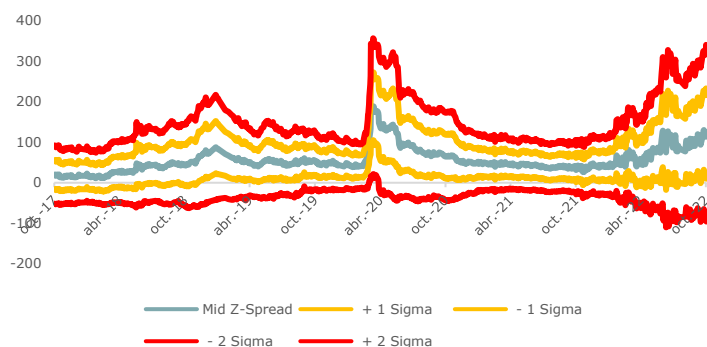
FUENTE: MIRALTABANK.



5. Y donde los bonos volverán a brillar con luz propia

Tras el pinchazo de la burbuja de renta fija en 2022, donde los bonos de mejor calificación crediticia a largo plazo han llegado a perder el 50% de su valor, **el crédito europeo vuelve a ofrecer el mejor binomio riesgo/recompensa dentro de la diversa paleta de inversión disponible**. Las dispersiones en los *clusters* (bonos con características similares) se han disparados a niveles superiores a los del Covid-19, donde la economía global se paró por completo. Esto suele ser un indicador contrario excelente, lo cual apunta a una reducción de la volatilidad para los próximos meses.

ILUSTRACIÓN 2: DISPERSIONES DE DEUDA FINANCIERA SENIOR EN EUROS AAA/A- HASTA 10 AÑOS EN MÁXIMOS



FUENTE: MIRALTABANK.

Además de unas valoraciones atractivas, se dan una serie de circunstancias, como advertíamos en nuestra última nota, [The Return of the Bond Vigilantes](#), que van a hacer brillar al activo durante el próximo año. Entre ellas se encuentran:

- Refinanciaciones récord durante la pandemia
- Disminución de las nuevas emisiones
- Incremento de las recompras por parte de los emisores
- Falta de inventario por parte de los *dealers*
- Aumento del protagonismo en las carteras de inversión del activo

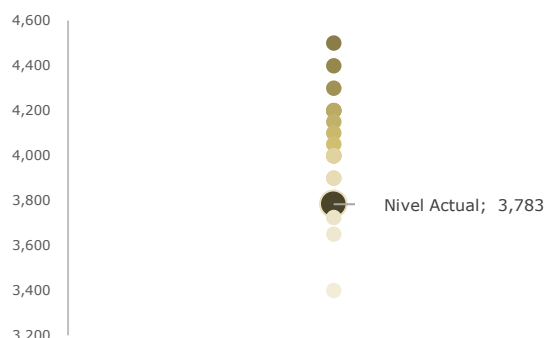
El aumento de las tires también permitirá que los bonos de máxima calidad vuelvan a recuperar el protagonismo que tenían durante los episodios de volatilidad, reduciendo así la correlación entre ellos y la renta variable, que se encuentra en máximos.



6. Y es posible que asistamos a una renta variable errática

Como ha vuelto a quedar demostrado este año, Wall Street no suele ser una buena guía a la hora de predecir con éxito el comportamiento de los activos financieros. La narrativa actual predominante en el mercado apunta a unas bolsas alcistas apoyadas por el giro en política monetaria de los Bancos Centrales.

ILUSTRACIÓN 3: PREDICCIONES PARA CIERRE DEL S&P500 EN 2023 DE WALL STREET.



FUENTE: MIRALTABANK.

El entorno que hemos descrito en los puntos anteriores apunta a nuestro modo de ver a un **mercado de renta variable errático**, al igual que en 2022. Donde se han producido hasta 4 movimientos de magnitud elevada, entorno al 20% cada uno, dada la falta de claridad que han experimentado los inversores. Es por ello por lo que optamos por mantener una aproximación táctica, y donde la clave será la elección adecuada de sectores y temáticas que se beneficien del complejo entorno en el que nos encontramos.



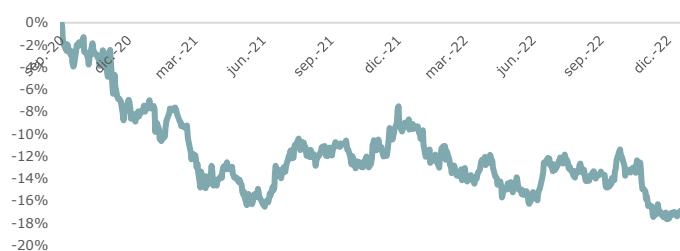
7. Mantén por ello una actitud flexible y busca fondos de calidad adaptables al entorno

Y es que, si el fin del dinero gratis ha dejado algo claro, es que **la indexación tiene un claro sesgo de Momentum**. Durante los últimos años las estrategias de inversión pasiva han sufrido un auge sin precedentes, impulsadas por la falta de talento en la industria de gestión, a la que le ha resultado imposible batir la inflación de activos provocada por el uso de manera indiscriminada de la política monetaria no convencional (*Quantitative Easing*).

La gestión pasiva se fundamenta en la Teoría de Mercado Eficiente, que promueve que el precio de los activos recoge toda la información disponible en cada momento. Pero también se apoya en el reclamo promocional de que unas menores comisiones, a lo largo del tiempo, te generarán pingües beneficios. Como ha quedado demostrado este año una vez más, **pagar menos no es ganar más**.

El inversor pasivo realmente es un inversor agnóstico a los fundamentales, que invierte dinero de una manera sistemática en los índices, con criterios muy diferentes dependiendo de la clase de activo. (Si se trata de renta variable su criterio es el tamaño de capitalización de la empresa, pero si se trata de renta fija se guía por el tamaño de deuda emitida. En ambos casos decisiones que no necesariamente son buenas). Como vemos en el siguiente gráfico, invertir de esta manera en el S&P500 desde que los tipos a largo plazo empezaron a aumentar a finales de 2020, ha supuesto una pérdida de casi el 20% frente a invertir la misma cantidad en todas las compañías del índice.

ILUSTRACIÓN 4: DIFERENCIA DE RETORNO ENTRE S&P500 CAPWEIGHTED VS EQUALWEIGHTED



FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Como hemos podido comprobar en los últimos años, las correlaciones de los activos son cada vez más elevadas, y esto impacta directamente en el talón de Aquiles de la gestión pasiva, que asume como negativas las correlaciones entre bonos y acciones. Es por ello **necesario invertir en vehículos que estén diseñados para navegar cualquier entorno, que eviten los dogmas de fe y donde el enfoque en la gestión del riesgo les permita afrontar los episodios de volatilidad con un carácter oportunista**.



8. Invierte en mercados emergentes con buenos fundamentales

La ralentización en el ciclo de subidas de tipos de la Reserva Federal, unida a unas valoraciones atractivas, volverá a poner el foco en los países emergentes. **Estos han actuado de una manera mucho más ortodoxa que occidente ante la inflación, siendo los primeros y más agresivos en la normalización de la política monetaria.** Aparte de tener unos niveles de endeudamiento mucho más moderados, algunos países emergentes también cuentan con recursos minerales y energéticos que serán diferenciales en el nuevo panorama polarizado en el que nos adentramos. De cara a 2023, es muy probable que las divisas emergentes se vean beneficiadas por los elevados tipos de interés que muestran y unas lecturas de inflación más moderadas.



9. Vigila el dólar

Como no podía ser de otra manera, vigila la moneda de reserva por excelencia de cara a 2023. La previsible **ralentización en las subidas de tipos en EE. UU.** ha marcado un antes y un después en el dólar, que se encontraba altamente sobrevalorado por fundamentales. **Si unimos los excesivos niveles de déficit comercial y fiscal, al elevado nivel de posicionamiento a favor del billete verde,** es posible que continúe la tendencia bajista de este, lo que supondría un balón de oxígeno para materias primas, países emergentes y el resto de activos en general.

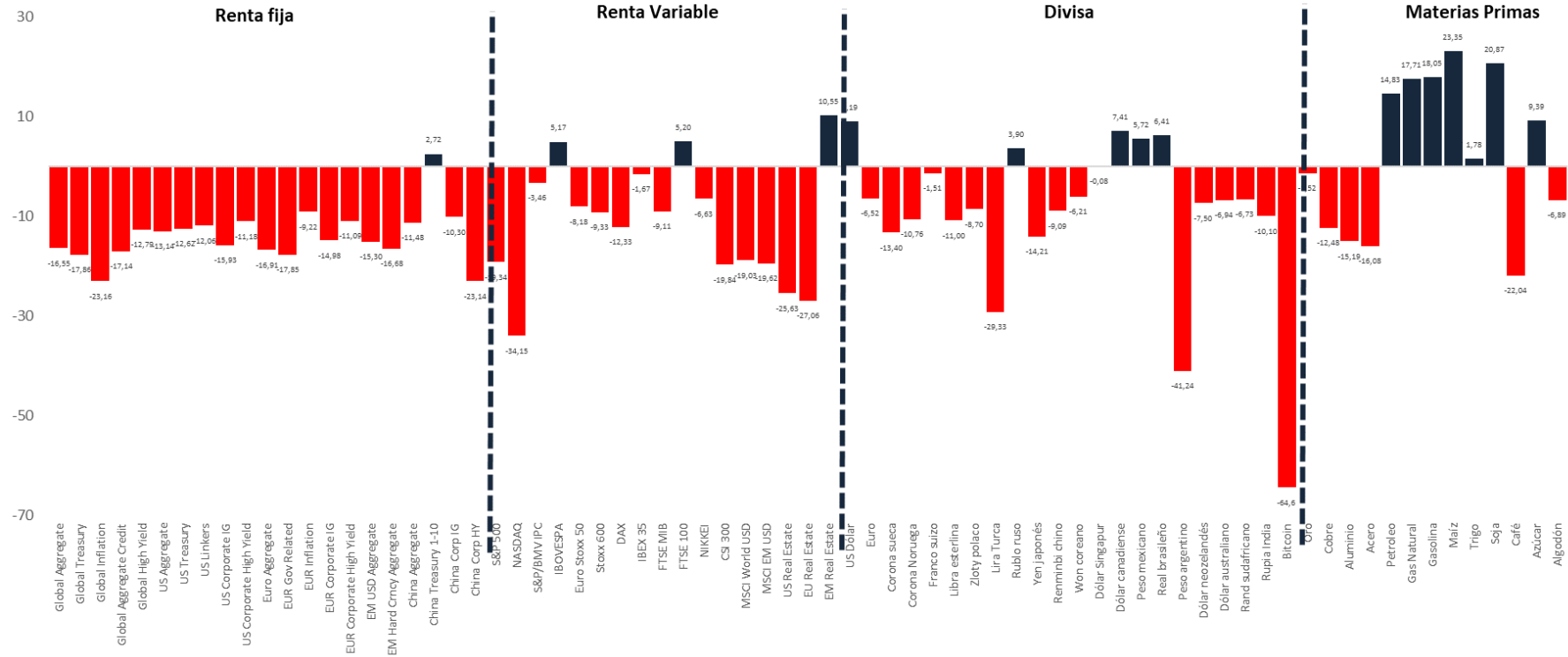


10. No debemos olvidar nuestro compromiso fiduciario

Más que una recomendación, este punto es una reflexión, aunque también es una autocrítica a la industria y a los reguladores. Como bien decía un antiguo compañero y amigo, **la sostenibilidad no puede convertirse en filantropía.**

Aunque tanto la filantropía como la inversión ASG se centran en valores y principios éticos, son actividades distintas que sirven a propósitos diferentes. La filantropía consiste en donar recursos para apoyar causas y tener un impacto positivo, mientras que la inversión ASG consiste en utilizar herramientas financieras para apoyar a empresas que se alinean con determinados valores y principios. Como gestores **nunca debemos olvidar el mandato fiduciario** que nos obliga a actuar en el mejor interés de los clientes, siempre con el máximo nivel de diligencia. Es por ello necesario evitar dar prioridad a nuestros intereses profesionales, macados por una excesiva sobre regulación, sobre el interés propio del cliente, quien tiene muy claro sus objetivos financieros. De hacerlo estaríamos **vulnerado la confianza que han depositado en nosotros.**

ILUSTRACIÓN 5: UN AÑO MÁS DE ELEVADAS CORRELACIONES. RETORNOS ANUALES A 28 DE DICIEMBRE DE 2022



FUENTE: MIRALTABANK.