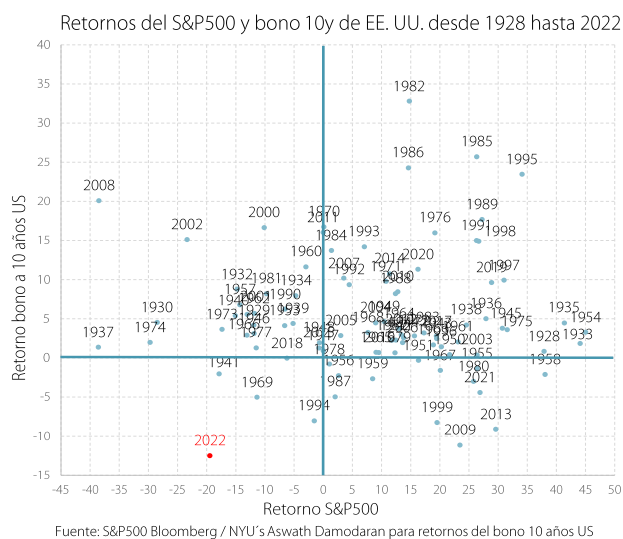


“Economists have predicted nine of the last five recessions”

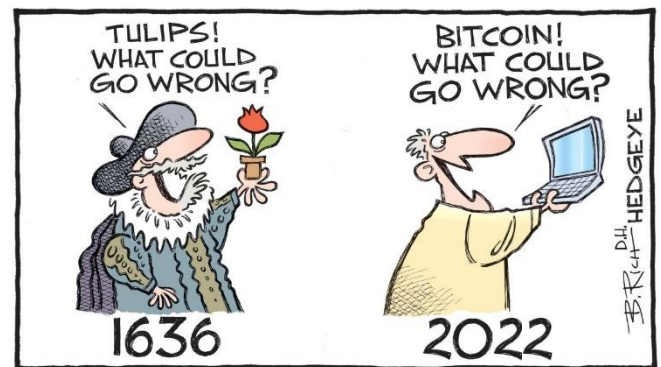
– Paul Samuelson –

Hay todo tipo de teorías sobre por qué surgen las burbujas, tantas como aquellas que explican por qué se terminan: economía, finanzas y psicología se entremezclan para pasar de la euforia al duelo sin saber cómo. Durante el año hemos pasado por la negación, la ira, la negociación y creemos que se cierra el año en plena fase de depresión. Nos faltaría la aceptación. Este gran proceso de restricción monetaria del 2022 ha generado una *photo-finish* única:



Solo ha habido tres años desde 1928 en los que, tanto en renta variable como en renta fija, se ha incurrido en pérdidas, y nunca tan elevadas como este año. Los inversores no han tenido dónde esconderse, salvo en materias primas y el dólar, que son los únicos activos que salvan los muebles. Igualmente, ha sido un año complejo porque ha sido muy caro comprar coberturas (la volatilidad ha estado por encima del 20% en el 90% de las sesiones).

Son muchas las lecciones aprendidas a lo largo del año, por ejemplo: que el dinero gratis a largo plazo sale muy caro, que se puede perder más con renta fija que con variable, que la inflación existe, que todavía se invaden países a pesar de ser algo primitivo, que la cartera 60/40 puede ser un desastre, que la gestión de riesgos hay que hacerla antes de ver los problemas, que se pueden tener cuatro primeros ministros en tres años como en Reino Unido y que no debemos reírnos de los holandeses del S. XVII por llegar a pagar el equivalente a una casa por unos tulipanes. ¿Qué pensarán de nosotros y nuestra última burbuja dentro de 400 años?



Desde nuestro punto de vista 2022 ha sufrido exclusivamente un proceso de ajuste de múltiplos. Es decir, durante el año no se ha producido un deterioro real, sino un ajuste del precio que los inversores están dispuestos a pagar por los tulipanes.

La sorprendente realidad que subyace es que tanto compañías como familias no dan señales de estar sufriendo como podría deducirse de las caídas de mercados. Por ejemplo, prácticamente no ha existido un

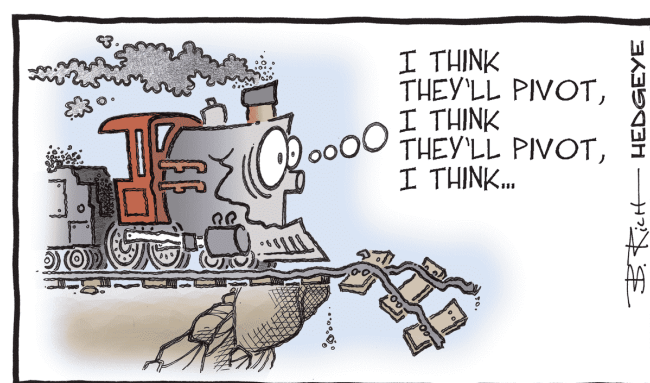
deterioro de los beneficios empresariales. De hecho, el consenso de analistas ha clavado la estimación de beneficios para 2022 a pesar de la miopía con la expectativa de inflación y tipos de interés. Igualmente, los diferenciales de crédito se han ensanchado, pero las tasas de default prácticamente no han repuntado y se mantienen por debajo de la media de los últimos veinte años. Lo mismo sucede en las familias: por ejemplo, las tasas de impagos hipotecarios acaban en el 3,4% (mínimos históricos y cayendo desde el 4,6% a inicio de año)¹, o los impagos de tarjetas también en mínimos del 0,9%².

Aquí es donde empieza 2023: un año para descubrir cuál es el daño que finalmente generan la inflación y la subida de tipos en las compañías y las familias.



Parece que nos acercamos a la que es ya la recesión más anticipada de la historia, para la que incluso algunos modelos atribuyen una probabilidad de ocurrir del 100%. La narrativa de consenso para 2023 está peligrosamente convencida de que, como

consecuencia de un frenazo económico y una revisión de beneficios a la baja, la economía entrará en recesión a mitad del año. Este frenazo, junto con una inflación decreciente, provocará el esperado *pivot*³ de la FED y, como consecuencia, se recuperarán los activos gradualmente en el segundo semestre.



En paralelo, las cotizaciones de los activos nos "dicen" algo parecido al consenso. Por un lado, la profunda inversión de la curva (-70 puntos básicos) anticipa una recesión; los *Fed Fund Futures*⁴ descuentan que, tras alcanzar un máximo de tipos en junio del 5% la Fed "recluirá" y al final de este mismo año bajará los tipos hasta el 4,4%. Por otro lado, la renta variable apunta a una recesión, pero parece que será leve dado que los múltiplos están en la media histórica o por debajo⁵. También las materias primas indican una ralentización por las caídas recientes que señalarían un potencial menor consumo global.

Nosotros, por el contrario, y aunque coincidimos en algunos puntos con el consenso, pensamos que:

¹ Delinquencies As % Of Total Loans SA from Mortgage Bankers Association in the United States pasan del 4,65% a final de 2021 al 3,45% a final de 2022

² US Credit Card Delinquencies 30+ days Composite pasa del 0,81% a final de 2021 a 0,93% a final de 2022

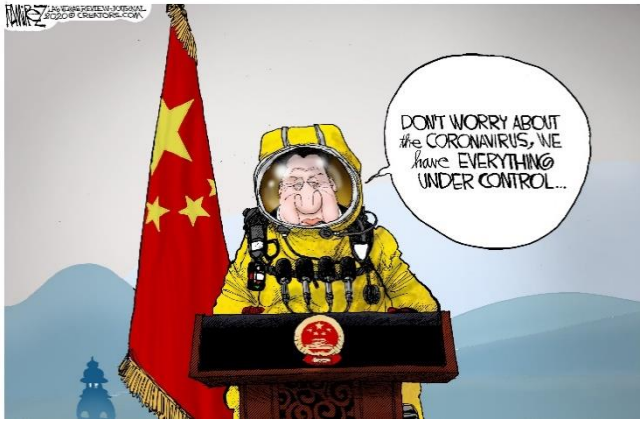
³ <https://www.investopedia.com/fed-pivot-definition-6748840>

⁴ [What Are Fed Funds Futures? How They're Traded and Settled \(investopedia.com\)](https://www.investopedia.com/what-are-fed-funds-futures-how-theyre-traded-and-settled)

⁵ S&P500 P/E est. 17,5x vs 17,3x media histórica / Stoxx600 P/E est. 12,1x vs 13,9x media histórica / HangSeng P/E est. 10,9x vs 12,4x media histórica

- Seguimos en un mercado bajista, con el potencial de ver rebotes abruptos en renta variable por el posicionamiento negativo extremo de los inversores.
- La estimación de beneficios continuará a la baja por compresión de márgenes. Entramos en recesión como consecuencia del entorno de estanflación en el que nos encontramos, tanto en Europa como en Estados Unidos, pero esta recesión será leve y no prevemos eventos trágicos en crédito.
- La potencial recesión no será un drama al estilo 2008. Recientemente publicamos una nota detallando por qué pensábamos esto. Argumentábamos, entre otros factores, que la situación de los bancos, la vivienda, el menor apalancamiento, el nuevo concepto de riesgo sistémico, los estímulos fiscales, el bajo desempleo y China hacen en esta ocasión complicado ver una crisis profunda, duradera y destructiva al estilo de 2008 (para quien quiera leerlo con más detalle puede hacerlo [aquí](#)).
- La inflación se reducirá durante el primer semestre, pero no lo suficiente como para facilitar el ansiado *pivot* de la Fed. Creemos que la Fed se mantendrá firme con tipos de interés altos, pero no lo hará por convicción, sino porque la inflación alta será más persistente de lo estimado y no bajaría del 3,5%-4% (el consenso espera que este año caiga hasta el 3%).
- En paralelo, los bancos centrales siguen drenando liquidez: dejan de reinvertir los vencimientos de bonos en balance (€15B mensuales el BCE y \$95B la FED). El siguiente paso será vender su cartera de bonos (compuesta sobre todo de bonos soberanos), sumándose a la elevada oferta de bonos esperada por parte de los países para financiar los déficits de récord. Todo esto, junto con la menor liquidez de los bancos (por ejemplo, los bancos europeos deshaciendo los TLTRO), creemos que garantiza volatilidad y niveles de tipos soberanos más altos que los actuales. En Estados Unidos estimamos que la curva no dejará de estar invertida, o si lo hace es más bien por subida de los tipos largos porque pensamos que el bono a diez años en Estados Unidos está demasiado bajo en el 3,5%.
- Durante el año se producirá un progresivo debilitamiento del dólar contra todas las divisas.
- La reapertura y estímulos de China son para nosotros el elemento central del año y el potencial catalizador de desequilibrios adicionales: la reapertura conlleva mayor actividad y demanda. Esta reapertura debería trasladarse como presión adicional de inflación global. Es decir, en un momento en el que todavía la inflación no habría caído del todo, y los tipos deberían estar cercanos al 5% podemos ver nuevas presiones inflacionistas como consecuencia de la reapertura total de China. La cara y la cruz en el mismo evento: por un lado, soporte al crecimiento, pero por otro, renovada presión inflacionista en un momento además en el que el efecto

base que favorece la caída de la inflación habrá desaparecido.



A final de 2021 adoptamos un posicionamiento muy conservador porque veíamos una gran complacencia respecto a tres claves:

1. El inevitable proceso de restricción monetaria de los Bancos Centrales.
2. El riesgo de una elevada inflación.
3. La ralentización en la macro y la micro.

A final de este 2022 cambiábamos y nos posicionábamos menos negativos porque entendíamos que a lo largo del año el mercado había interiorizado estas tres claves: los precios de los activos se habían ajustado y el riesgo se había reducido. Ahora, a principios de 2023, seguimos con un posicionamiento prudente a la espera de oportunidades para poder incrementar más los activos de riesgo.

En paralelo, favorecemos la renta fija sobre la renta variable y los activos alternativos. Vamos migrando capital porque hay nichos de renta fija que ofrecen oportunidades patrimoniales no vistas en muchos años.

Seguimos prefiriendo estar en duraciones cortas. Los últimos años hemos tenido duraciones negativas, que recientemente

hemos incrementado. Pero nada más allá de 2/3. No estamos cómodos jugando el *timing* del *pivot* de la Fed y la volatilidad esperada en bonos soberanos. Llegado el momento alargaremos duraciones, aun a riesgo de perdernos parte del movimiento, preferimos seguir prudentes en este frente. Si se cumple nuestra visión, nos permitirá ir reinvertiendo los bonos que venzan a rentabilidades superiores. Recientemente hemos incrementado el riesgo de crédito y seguiremos haciéndolo: hay segmentos de mercado, como por ejemplo Cocos, que nos parecen muy atractivos.

Por el lado de la renta variable, seguimos con un sesgo hacia *Value*, pero vemos que surgen oportunidades interesantes en *Growth* que estamos aprovechando. Regionalmente nos mantenemos bajos en Estados Unidos hasta ver una mayor corrección en los múltiplos. Seguimos sobreponderados en China y su zona de influencia. Nos mantenemos neutrales en Europa. Creemos que *Small Caps* podría ser interesante de cara a final de año, pero habiendo visto antes una confirmación de la ralentización económica.

Tras la negación, la ira, la negociación, la depresión y la aceptación, llega la calma. Los últimos coletazos del duelo suelen ser un buen momento para construir carteras con sentido patrimonial de largo plazo. Pensamos que durante 2023 alcanzaremos ese punto.

Feliz año nuevo a todos.