

*“Nothing is more obstinate than a fashionable consensus”  
– Margaret Thatcher –*

Hace un año contemplábamos a una turba encabezada por un turuta con cuernos en la cabeza asaltando el capitolio de EE. UU. Veíamos a inversores minoristas reventando hedge funds históricos de Wall Street a través de los “meme stocks” y a la población confinándose ante un nuevo repunte de casos con unas vacunas que no llegaban. A partir de ahí la verdad es que las expectativas no eran altas, pero finalmente el año ha resultado ser muy razonable: bueno para la renta variable, regular tirando a malo para la renta fija<sup>1</sup>, con los populismos de siempre y con Ómicron siendo una mutación más o menos manejable. En fin, se ve la luz al final del túnel.



Decíamos que el primer trimestre fue el de la “euforia”, el segundo el de la “calma”, el tercero el de la “ansiedad” y este último que cerramos ha sido el de “árbitro-la-hora”.

Todos los inversores estaban deseando cerrar y coger aire porque ha sido un año difícil. A pesar de las distintas mutaciones del virus y su incidencia, de las cadenas de suministros bloqueadas, de la elevada inflación, de los bancos centrales restringiendo liquidez, de China y su afán regulatorio, de la falta de trabajadores globales, de los miedos de estanflación y de un largo etcétera... las economías y las compañías lo han hecho mejor de lo esperado a principios de año. Ha sido un proceso gradual de revisión constante de estimaciones al alza, tanto de crecimiento económico como empresarial, en casi todas las geografías (excepto China).

Por ejemplo, para el S&P500 se esperaban unos beneficios agregados en 2021 de \$167 y finalmente estarán en el entorno de \$197 (un 18% por encima de lo esperado y un 45% sobre el año anterior). O el PIB americano que se esperaba que creciera un 3,9% y finalmente será un 5,9%.

La recuperación es tan contundente y rápida que ha generado una inercia que no permite al consenso ver con perspectiva el delicado proceso de retirada de estímulos y el potencial riesgo de que algo salga mal. Esto fue lo que nos hizo levantar el pie del acelerador hace tres meses.

<sup>1</sup> Durante el último trimestre la renta variable global subió un 7,5% (20,1% ytd), en EE. UU. un 10,6% (26,9% ytd) y en Europa un 7,3% (22,2% ytd), MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD 0,2% (-2,3% ytd), cayeron en EUR un 0,5% (-3,5% ytd) y en Renminbi subieron un 1,4% (5,5% ytd). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 0,2% (-1,0% ytd) y en Europa cayeron un 0,7% (-1,0% ytd). El High Yield ganó en EE. UU. un 0,7% (5,3% ytd) y en Europa -0,2% (3,4% ytd). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 0,1% (-2,3% ytd) y los emergentes corporativos en dólares un -2,1% (-3,0% ytd), BB US Treasury Index, BB EUR-Aggregate Treasury Index, BB China Govt TR Index, BB Barclays US Corp TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR Index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corp Index respectivamente.

En nuestra última [Newsletter](#) anunciábamos un posicionamiento conservador para ganar distancia y ver cómo se desarrollaban las cinco cuestiones de corto plazo que creemos son clave:

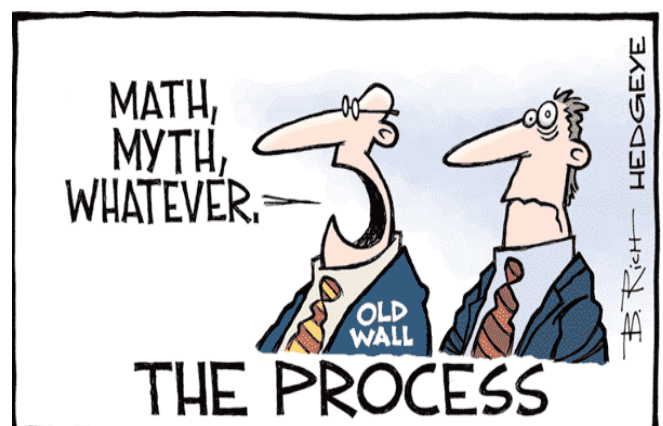
1. El final del estímulo monetario
2. La subida de la inflación
3. La ralentización macro
4. El frenazo de los beneficios
5. La subida del tipo de interés real

Estimábamos que nos llevaría de seis a doce meses tener más visibilidad y que, en el proceso, podríamos ver episodios de incremento de volatilidad. Desde entonces, las cinco variables no han mejorado (pero la verdad, al mercado no le ha importado):

1. **El final del estímulo monetario.** Es sorprendente cómo el mercado ha tragado con la expectativa de subida de tipos en EE. UU. Hace apenas tres meses se descontaba una subida de tipos en 2022 y ahora se esperan cuatro (hasta el 1% a final de 2023)<sup>2</sup>.
2. **La subida de la inflación.** Al mercado parece importar poco si la inflación es del 3% o del 7%<sup>3</sup>, ha interiorizado que es algo temporal sin importar el número que se publique. La última vez que la inflación de EE. UU. estuvo en el 7% los tipos de interés eran del 15%. En estos niveles de inflación la posibilidad de un error de política monetaria es elevado.

3. **La ralentización macro.** En los últimos meses, por el impacto de las cadenas de suministros y falta de trabajadores ante la última ola del virus, se están revisando a la baja las estimaciones de PIB globales. Por ahora no se ve mejoría<sup>4</sup>.
4. **El frenazo de los beneficios.** Por primera vez desde el segundo trimestre de 2020, hay más compañías del S&P500 con perspectivas negativas de beneficios que positivas<sup>5</sup> (aun así, se estima un crecimiento de beneficios del 9%<sup>6</sup>).
5. **La subida del tipo de interés real.** El gran soporte de las valoraciones sin sentido. Cayeron en la primera parte del trimestre y desde mediados de noviembre hasta ahora han repuntado.

Con la evolución de estas cinco cuestiones nos resulta imposible justificar el pago de uno de los mayores múltiplos de la historia<sup>7</sup>. Los números no dan. Por ejemplo, un S&P500 a un PER estimado de 22x y una subida de 100pb de tipo de interés necesitarían un crecimiento de beneficios del 33% para no caer en pérdidas en el año<sup>8</sup>.



<sup>2</sup> <https://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>

<sup>3</sup> <https://www.nytimes.com/2022/01/12/business/economy/cpi-inflation-december-2021.html>

<sup>4</sup> <https://www.wsj.com/articles/omicron-variant-is-expected-to-dent-global-economy-in-early-2022-11640631554>

<sup>5</sup> [https://www.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight\\_010722A.pdf?hsCtaTracking=31d0f488-5c02-4193-b93b-f1708067f4fa%7Cb994622e-6b82-4c98-ad34-76c848088314](https://www.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_010722A.pdf?hsCtaTracking=31d0f488-5c02-4193-b93b-f1708067f4fa%7Cb994622e-6b82-4c98-ad34-76c848088314)

<sup>6</sup> <https://insight.factset.com/2022-key-predictions-by-factset-experts>

<sup>7</sup> <https://www.forbes.com/sites/hanktucker/2022/01/12/this-dividend-yield-indicator-shows-why-the-sp-500-could-disappoint-investors-in-2022/>

<sup>8</sup> Cálculo basado en *Earning Yield* con beneficios del índice estimado a 12 meses de \$215, asumiendo todo lo demás constante, al subir 100pb el tipo de interés el múltiplo caería de 22x a 18,1x. Para mantener constante el múltiplo, los beneficios deberían ser \$262. Desde \$197 a cierre de 2021, supone un crecimiento de beneficios del 33% frente a 9% estimado actual.

Seguimos pensando que ya hemos alcanzado un punto de inflexión en el que la transición hacia un nuevo régimen en el mercado es inevitable. Este nuevo régimen conlleva normalización de tipos de interés reales y nominales, caídas en las valoraciones estratosféricas de compañías no rentables y/o "large-cap-tech", rotación de *Growth* a *Value*, caídas en renta fija (sobre todo soberana) por duración y cierta ampliación o normalización en los diferenciales de crédito (tanto *Investment Grade* como *High Yield*). Podrá ser más o menos profundo, pero pensamos que el proceso está en marcha y que lo vamos a ver a lo largo del 2022.

*"Bubbles inflict deep and cruel wounds, and it is right and prudent to avoid them, exploit them, or dance around them"*

– GMO Asset Allocation Team–

De hecho, durante el año ha habido todo tipo de movimientos (poco intuitivos a primera vista), en los que se entrevé que el proceso se ha iniciado.

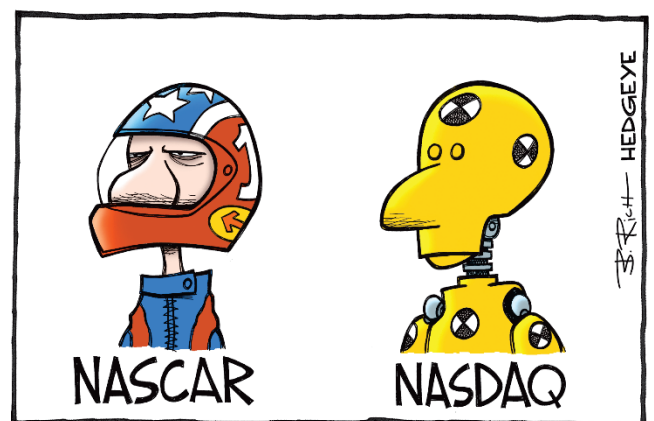
Por ejemplo, se observa analizando los componentes del índice Russell 2000 (las dos mil compañías americanas más pequeñas), cómo las acciones *Value* dentro del índice han subido un 26% en 2021 frente a las *Growth* que han subido sólo un 2%.

O cómo, en contra de la tendencia de los últimos años, el percentil más caro (en

términos de PER esperado) del S&P500 ha caído durante el año un 9% y, sin embargo, el percentil más barato ha subido un 36%<sup>9</sup>.



También cómo las grandes promesas tecnológicas (y algunas bien asentadas) han caído desde máximos un 50%. En concreto, cuatro de cada diez compañías del Nasdaq100 han caído más de un 50% desde máximos. Nunca se había dado esta situación de caídas mientras que el índice permanece en máximos (salvo en la burbuja tecnológica del año 2000)<sup>10</sup>.



Igualmente, durante el año hemos tenido dos momentos de repunte de tipos de interés reales que han provocado que más de un gestor levante las cejas ante el riesgo que suponía para los bonos y las posiciones *Growth* de cartera: la primera durante el

<sup>9</sup>[https://us06web.zoom.us/rec/play/edg9118qO9gRCLUj4qX0oQ2rkuA6XyLExaZZ783JmnoENC3NM8PBGHUZDayzP9Jz9yci5gcy3yxtYd.e1Z0ue80DTcTbRDw?continueMode=true&\\_x\\_zm\\_rtaid=hf1XRcaZOH-J-sPg24A0Xg.1642002207600.cfd4de5376b32d614a35e92f9fa6d&\\_x\\_zm\\_rtaid=824](https://us06web.zoom.us/rec/play/edg9118qO9gRCLUj4qX0oQ2rkuA6XyLExaZZ783JmnoENC3NM8PBGHUZDayzP9Jz9yci5gcy3yxtYd.e1Z0ue80DTcTbRDw?continueMode=true&_x_zm_rtaid=hf1XRcaZOH-J-sPg24A0Xg.1642002207600.cfd4de5376b32d614a35e92f9fa6d&_x_zm_rtaid=824)

<sup>10</sup><https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-01-06/number-of-nasdaq-stocks-down-50-or-more-is-almost-at-a-record?ref=IbBnRaHM>

primer trimestre de 2021, donde los tipos de interés reales subieron 50 puntos básicos en un mes (y al poco tiempo se deshizo completamente el movimiento ante la falta de visibilidad en la recuperación). Y la segunda vez está ocurriendo mientras escribimos estas líneas: han repuntado desde mínimos de noviembre 45 puntos básicos hasta -0,75%. ¿Sostenible?

---

*“Stock market bubbles don’t grow out of thin air. They have a solid basis in reality, but reality as distorted by a misconception”*

– George Soros–

---

Como hemos dicho en otras ocasiones, no sabemos cuál es el catalizador concreto que precipita el ajuste, pero pensamos que la recuperación en sí misma conlleva una normalización en tipos de interés e inflación que puede provocar una gran rotación, con lo que ello implica, y creemos que las cinco claves van a marcar el corto plazo.

Por nuestra parte, mantenemos nuestro posicionamiento conservador a la espera de mejores precios que justifiquen volver a subir riesgo en carteras. En paralelo, y si nada cambia con respecto a las cinco claves de corto plazo, seguiremos bajando peso en renta variable ante subidas adicionales.

Para acabar queríamos enumerar las que consideramos que son las claves, pero esta vez de medio y largo plazo. Aquellos temas que, al margen del sensacionalismo mediático diario y los titulares llamativos, son los que de verdad importan y los que merece la pena analizar y ver en detalle. Aquellos temas que creemos que van a marcar las inversiones y rentabilidades de los próximos años.

En concreto, son seis:

Tres de medio plazo (próximos 2 años)

- Estímulos monetarios y fiscales
- La inflación
- Transición económica China

Tres de largo plazo (próximos 10 años)

- *Decoupling* de China
- Transición energética
- *Technology revolution*

A lo largo del año iremos haciendo referencia a estos temas y desarrollando en profundidad algunos de ellos.

Feliz comienzo de año a todos y que podáis sobrellevar estos últimos confinamientos.