

“Reality is the leading cause of stress amongst those in touch with it”.

– Jane Wagner –

El cierre del último trimestre representa un buen ejemplo de cómo se puede recibir un sopapo de realidad sin saber bien de dónde ha venido. No está claro si las recientes caídas del mercado las provoca el mensaje [hawkish de los bancos centrales](#), la expectativa de [profit warnings](#), la subida de [yields de largo plazo](#) o, simplemente, la falta de inventiva para prolongar una narrativa insostenible.

La renta variable<sup>1</sup> y la renta fija<sup>2</sup> caen al unísono en los últimos meses, aunque sin grandes dramas por ahora, pero lo hacen a medida que la narrativa cambia del utópico y sofisticado *soft landing* a descontar una mayor probabilidad de algo más mundano como una recesión con una alta inflación. Es decir, estanflación pura y dura.

Cada vez que se nombra el ansiado *soft landing* uno se pregunta si no es como el sentido común en política: todo el mundo habla de ello, pero nunca nadie lo ha visto.

Llevamos un 2023 en mercados que puede dividirse en tres fases:

1. Una primera que duró de enero a mediados de marzo en donde el S&P500 subió menos del 1%. Entonces seguía vivo el trauma de 2022 por las pérdidas de mercado y, como sucede en todas las subidas de tipos, ocurrió un accidente por el lado menos esperado. En esta ocasión, llegó en forma de bancos regionales de Estados Unidos saltando por los aires. Los clientes retiraban depósitos remunerados al 1% para comprar bonos del gobierno al 4,5%. Para atender las salidas, los bancos (consecuencia de una mala gestión de balance y regulación laxa) vendían sus bonos de gobierno aflorando importantes pérdidas lo que generaba la necesidad de ampliar capital para cubrirlas y evitar la quiebra.

Pero entonces, en plena ronda de apuestas por cuál sería el próximo en caer, intervino la Fed y frenó el *bank run* restableciendo la famosa *Put*: el concepto de que todo va bien, y cuando no, la Fed sale al rescate anulando el incentivo de los inversores para ser prudentes. En paralelo a esta renovada red de seguridad, las empresas fueron presentando resultados menos malos de lo esperado; se introdujo el *hype* de la inteligencia artificial (IA) y la idea de una nueva era de la productividad; se constató



<sup>1</sup> Durante el último trimestre la renta variable global cayó un 3,3%, en EE. UU. un 3,6% y en Europa un 2,5% (MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente).

<sup>2</sup> Por el lado de la renta fija cayeron los bonos soberanos en USD 3,1%, un 2,5% en EUR y en Renminbi subieron un 0,7%. En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 3,1% y en Europa subieron un 0,3%. El High Yield ganó en EE. UU. un 0,5% y en Europa 1,8%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 3,1% y los emergentes corporativos en dólares un 1,6% (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).

que el consumidor no estaba sufriendo tanto porque la bolsa de dinero en circulación seguía siendo enorme a pesar de la [histórica reducción de la masa monetaria](#). Así que el mercado pasó a una segunda fase...

- Esta transcurrió desde mediados de marzo hasta finales de julio. Durante estos cuatro meses el mercado se vino arriba (física y metafóricamente hablando) con una narrativa construida alrededor del *soft landing*. Por ejemplo, el S&P500 subió en torno al 20%, apoyado en las compañías tecnológicas a precios estratosféricos (sin el efecto de las tecnológicas el índice subía la mitad). El mercado descontaba tres ideas:
  - La Fed conseguiría algo desconocido llamado *soft landing*. Es decir, que la inflación remitiera sin subir más los tipos y sin afectar demasiado el crecimiento.
  - En caso de que existieran problemas se bajarían los tipos agresivamente porque la *Put* de la Fed seguía más viva que nunca (se llegó a descontar que se producirían seis bajadas de tipos en 2024 hasta llegar al 3,75%).
  - Esta nueva tecnología de la IA traería una etapa de crecimiento y beneficios como internet en las últimas décadas.

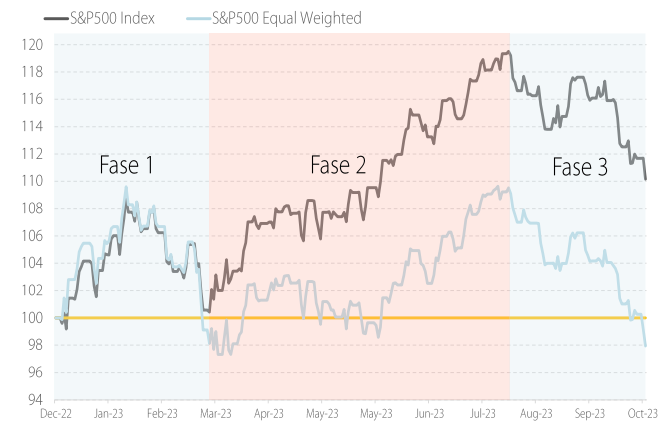


Con este argumentario los múltiplos se expandieron hasta unos niveles de complacencia difíciles de justificar: nunca la insensibilidad a una subida de tipos de interés había sido tan elevada.

Sin embargo, a final de julio y sin un catalizador claro, el mercado fue paulatinamente valorando la posibilidad de haberse pasado de frenada, entrando en la última y actual fase del mercado en este 2023...

- Esta comienza a final de julio y seguimos en ella. En apenas dos meses ha provocado que a más de un inversor se le levanten las cejas con las caídas.

Evolución S&P500 durante 2023

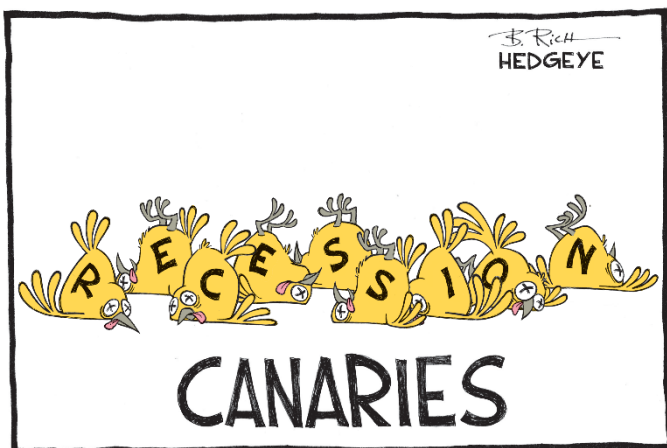


Primero llegó la [bajada de rating de Estados Unidos por parte de Fitch](#) alertando de que incluso la economía americana tiene sus debilidades. Le siguieron los [bancos centrales incrementando su expectativa de tipos a largo plazo](#) e, igualmente, pequeños mensajes de compañías [alertando de problemas con los márgenes](#). La sensibilidad a los tipos de interés parece tomar tracción de nuevo.

Parece que en esta fase se vuelve a prestar atención a los indicadores clásicos que,

tanto ahora como en la fase anterior, apuntan a que la música se para y alguien se va a quedar sin silla:

- [Curvas invertidas](#): da igual la que se tome, la 3m-5y, la 2y-10y, la 5y-30y, etc. Todas apuntan a un inminente parón.
- Los [indicadores adelantados](#) de actividad siguen en niveles donde siempre se ha producido una recesión.
- El [crecimiento de la masa monetaria](#) continúa cayendo a ritmos nunca vistos.
- La [actividad industrial](#) se mantiene en niveles que apuntan a recesión.
- Los bancos mantienen el endurecimiento de los [estándares de crédito](#) afectando a empresas y particulares.
- La [capacidad de compra de vivienda](#) se deteriora y está en niveles de 2007.
- El [ritmo de quiebras en Estados Unidos](#) se acelera peligrosamente.
- El ritmo de [impagos en tarjetas de crédito](#) continúa incrementándose.



En [nuestro último trimestral](#), con el mercado en máximos, hablábamos sobre dos posibilidades: la primera era que todos los

activos continuaran subiendo como si no pasara nada. En ese escenario los bancos centrales se verían obligados a retomar las subidas de tipos y volverían las caídas generalizadas de los activos al estilo 2022. La segunda opción era que se descontara un escenario de falta de crecimiento y alta inflación en donde los tipos de interés no se puedan bajar porque la inflación no lo permite. Es decir, descontar un contexto de estanflación. Parece que el mercado empieza gradualmente a valorar esta posibilidad en la fase 3 en la que nos encontramos.



Parte de este nuevo escenario, y es lo que ha cogido a todo el mundo con el pie cambiado, ha sido el movimiento de los tipos de largo plazo. No era tanto el hecho de que el ciclo de subidas de tipos de interés (la parte corta de la curva) hubiera terminado (que estamos de acuerdo) sino que no se hubiera reflejado la posibilidad de tener tipos de interés más altos durante más tiempo (que subiera la parte larga de la curva).

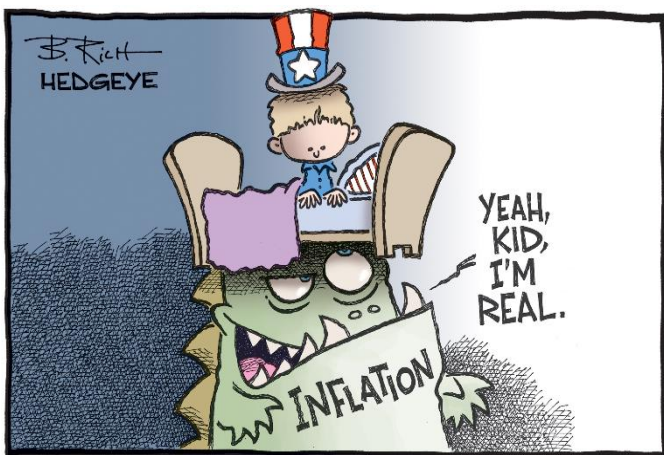
Desde final de julio los tipos de largo han empezado a cotizar esta posibilidad y desde entonces han subido como una moto. Por ejemplo, en Estados Unidos desde entonces el corto plazo (bono a dos años) ha subido un

0,25% hasta el 5,05% y el de largo (bono a diez años) un 0,65% hasta el 4,57%. La curva sigue invertida en -0,4% (el diez menos el dos), pero menos que antes (llegó a estar en -1%).

Esto ha provocado que los tipos de interés reales de largo (nominal menos inflación esperada) se hayan disparado y el consenso tenga que replantearse temas estructurales y demás mitos asumidos los últimos años:

- Los múltiplos de renta variable tienen que bajar, sobre todo las compañías de crecimiento con mayor valor terminal.
- La renta fija aumenta aún más su atractivo relativo frente a la renta variable.
- La posibilidad de que efectivamente estemos en un cambio estructural hacia un nuevo régimen de tipos e inflación similar a los años previos a 2008.
- La probabilidad de que al *soft landing* se le caiga el "soft".

En línea con esta idea llevamos tiempo argumentando que, antes o después, las instituciones trasladarán gradualmente el mensaje de suavizar el objetivo de inflación del 2% en favor de otro, alrededor del 3%, que justifique un posicionamiento acorde con una nueva realidad.



Pero no solo pesan los indicadores que se ven, sino la expectativa sobre los que todavía no son evidentes. Sería ingenuo pensar que un proceso de normalización de tipos como el actual no tiene incidencia en consumidores y empresas. Hasta ahora el mercado ha encontrado un suelo en el consumo, los salarios, el pleno empleo y la sensación de riqueza consecuencia de un mercado inmobiliario inflado y las compañías tecnológicas que no paraban de subir.

Pero seguimos estimando que a medida que los ahorros se agoten, las empresas no podrán trasladar precios y sus márgenes sufrirán. Los consumidores no podrán mantener el ritmo actual. En nuestra opinión debería producirse una reconexión entre la situación macro y la realidad del mercado. Es decir, que los activos descuenten una recesión (que no depresión).

*"It takes many years, man, and maybe some bloodshed must be, but righteousness someday prevails"*

– Bob Marley –

Por todo lo anterior, seguimos siendo prudentes y por ahora no subimos niveles de riesgo en renta variable. No encontramos datos suficientes para pensar que el ajuste ha terminado.

Sin embargo, por el lado de la renta fija creemos que, sin prisas, podemos ir progresivamente incrementando la duración en carteras. Desde el inicio de esta normalización hace casi dos años, nos hemos

# VARIANZA

---

Tercer trimestre 2023

fijado un objetivo de tipos de interés reales en torno al 2,5% y un bono a 10 años en el rango del 4,5% - 5%. En el caso europeo todavía hay que esperar. Seguimos favoreciendo la renta fija sobre la variable, porque además hay nichos de mercado que ofrecen una oportunidad patrimonial atractiva, sobre todo ahora con el nuevo repunte a máximos de las *yields* de mercado.

A pesar de una recuperación parcial, seguimos viendo los CoCos europeos como una oportunidad a largo plazo.

En renta variable seguimos prefiriendo compañías *Value* y defensivas frente a compañías *Growth*.

Regionalmente seguimos bajos en Estados Unidos, neutrales en Europa y sobreponderados en China y su entorno.

Seguimos pensando que, a pesar de su decepcionante comportamiento, China debería recuperarse con fortaleza y ser una parte estructural de las carteras a largo plazo.

Cuando el mercado pierde el foco sobre lo importante, la atención se suele centrar gracias a un sopapo de realidad. Esperemos que sea algo menos gráfico, pero que el mercado empiece a descontar la realidad y construir el próximo ciclo sobre una base sólida.

Buen trimestre a todos.

Pelayo Gil-Turner