

"I've been on a calendar, but I've never been on time".

– Marilyn Monroe –

Uno hace estimaciones a principios de año y, sin importar si son apropiadas y fundadas, el cierre de diciembre da o quita la razón. Porque la clave no es solo hacer una buena estimación, sino hacerla en el momento adecuado. ¡Maldito calendario que siempre cierra el año en diciembre!

Y nosotros, este año, claramente nos hemos equivocado. Esperábamos una leve recesión para final de este año junto con una inflación que no caería por debajo del 3,5%-4%. Como consecuencia de esta inflación testaruda, los bancos centrales tendrían una mano atada a la espalda para combatir la recesión al estilo clásico. Pensábamos que, durante ese camino de incertidumbre, se incrementaría el riesgo de ver una recesión mayor o de accidentes financieros en el proceso. Estimábamos que el mercado cotizaría estos miedos y se produciría un ajuste de la renta variable y permanecería sin cambios la renta fija (pudiendo apoyarse la inversión sobre un carry elevado por primera vez en muchos años).

En paralelo, estimábamos que la reapertura económica de China empujaría su renta variable en mínimos de valoración. Pero no, nada de eso, porque todos los activos han

subido como si no hubiera un mañana¹, excepto China.

Todo al revés y con situaciones estrambóticas como la confirmación de una recesión en Alemania, pero su principal mercado subiendo un 20%². En cambio, con la economía china creciendo más de lo estimado su mercado cae un 13%³. O que tan solo siete compañías aportan casi el 60% del retorno del S&P500⁴.

Pero esta *photo finish* estrambótica viene precedida de meses con una maraña de narrativas, indicadores y eventos operando en distintas direcciones, y un mercado reaccionando agresivamente a cada una de ellas.



Tratando de desenmarañar las claves del año, y aun a riesgo de descuidar detalles en el proceso, identificamos cuatro fases:

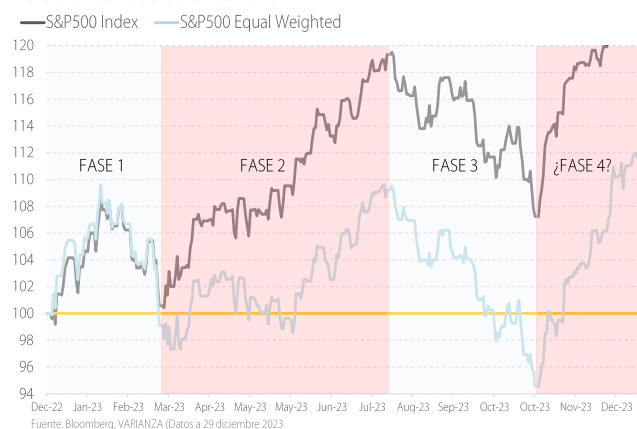
¹ Durante el último trimestre la renta variable global subió un 11,1% (22,8% ytd), en EE. UU. un 11,2% (24,2% ytd) y en Europa un 6,4% (12,7%) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD 5,7% (4,1% ytd), un 7,2% (7,1% ytd) en EUR y en Renminbi subieron un 1,2% (4,7% ytd). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 8,5% (8,5% ytd) y en Europa subieron un 5,5% (8,2% ytd). El High Yield ganó en EE. UU. un 7,2% (13,4% ytd) y en Europa 5,5% (12,1% ytd). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 10,2% (11% ytd) y los emergentes corporativos en dólares un 5,7% (6,7% ytd) para 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.

² Estimaciones de consenso de PIB de Alemania de -0,6% a 01/01/23 y finalmente se estima será -0,2%. Dax Index como índice de referencia (Dax Index).

³ Estimación consenso de PIB de China a 01/01/23 de 4,8% y finalmente se estima será 5,2%. Shanghai Composite Index como índice de referencia (SHCOMP Index).

⁴ <https://www.statista.com/chart/30318/sector-contributions-to-sp500-return/#:~:text=Excluding%20companies%20from%20these%20two,last%20year's%20rally%20has%20been>

Evolución S&P500 durante 2023



1. Una primera que abarca desde enero hasta marzo, donde el S&P500 no subió. Entonces seguía vivo el trauma por la subida de tipos y las pérdidas de 2022. Se esperaba recesión y que la inflación remitiera, pero no tan rápido como era necesario. La Fed seguía firme en su lucha contra la inflación. Como siempre ocurre en un proceso de restricción monetaria, surgió el temido accidente: esta vez en forma de bancos regionales americanos saltando por los aires. Pero la Fed salió rápidamente al rescate y comenzó una segunda fase.
2. Esta transcurrió desde marzo hasta finales de julio, y el mercado se vino arriba con una narrativa construida alrededor del *soft landing* y la Inteligencia Artificial. En paralelo se publicaban mejores datos de PIB y la inflación remitía más rápido de lo esperado. Si ante el primer accidente la Fed había salvado nuevamente al mercado, ¿por qué no forzar la máquina? El incentivo era claro: todo va bien y cuando no, la Fed me rescata. Confiando en esta premisa el mercado llegó a subir un 20% hasta que a final de julio el

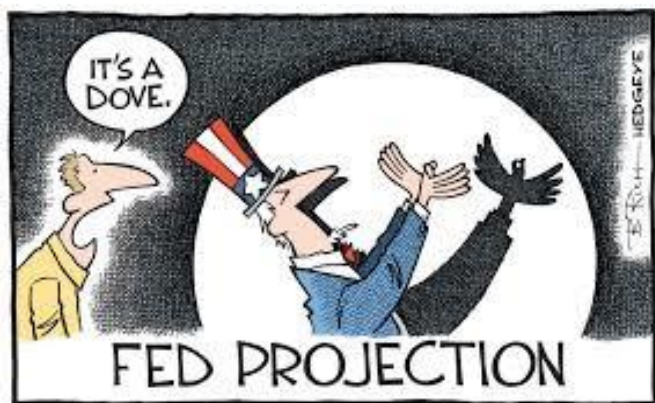
vértigo forzó a los inversores a ver la realidad.

3. Y esta realidad provocó una tercera fase de pérdidas que se mantuvo hasta final de octubre, durante la cual el mercado constató que los tipos podían permanecer más altos durante más tiempo y, no solo con bajo crecimiento, sino con múltiples riesgos por el camino que podían hacer descarrilar el escenario de *goldilocks* que se había asumido, ¿igual la Fed no interviene porque tiene que velar por controlar la inflación? A dos meses del cierre de año el S&P500 *equal weighted*⁵ acumulaba pérdidas del -6%.
4. Finalmente llegó noviembre y el mercado compró la idea de una Fed que acabaría doblegándose ante la insistente expectativa de un *pivot*. Parecía no tener sentido: siempre hemos supuesto que los bancos centrales requerían de la presión suficiente en forma de caída del consumo, incremento del paro, pánico en el mercado financiero o inmobiliario para ceder y hacer un pivot. Al fin y al cabo, la inflación, a pesar de estar remitiendo, seguía en niveles altos. Junto con un mercado resistente, la vivienda aún en máximos y el empleo sin fisuras, la sensación de riqueza del consumidor estaba por las nubes. ¿Dónde está el incentivo para anunciar una bajada preventiva?

No lo sabemos, pero en línea con el año estrambótico, la Fed pivotó y se bajó los pantalones aparentemente de forma gratuita. Bastó un pequeño comentario para que el mercado pasara de ver unos tipos al 4,8% a final de 2023 a [descontar 6 bajadas](#)

⁵ S&P500 equal weighted es una derivación del índice S&P500, pero con pesos iguales para todos sus componentes. Esto se hace para eliminar los sesgos consecuencia de los retornos extremos de algunos valores.

de tipos hasta el 4%. Esto provocó un rally de la renta variable a nuevos máximos históricos y del bono a diez años americano hasta una yield del 3,8% desde el 5%.



El 15 de marzo de 2022 comenzó la más rápida e intensa subida de tipos de interés de la historia. A pesar de once subidas de tipos sumando 525 puntos básicos, la renta variable americana está hoy un 14% por encima⁶. Europa empezó cuatro meses más tarde, y tras diez subidas que acumulan 450 puntos básicos, el Stoxx600 está un 13% por encima⁷. El mensaje que resulta de la renta variable es que nunca habíamos tenido un mercado tan insensible a las subidas de tipos.

El mercado no solo ha absorbido las subidas de tipos sin inmutarse, sino que además parecen ser algo positivo. Esto es porque en el mismo período, al no haber subido los beneficios empresariales americanos⁸, el múltiplo ha pasado de un PER de 19,4x a 23x (en Europa permanece constante alrededor de 14,5x). Como bien aprendimos en 2022, existe una elevada correlación entre los tipos de interés reales (la inversa) y el múltiplo. De forma que, cuando los tipos de interés reales

suben, afectan a todas las variables y el mercado está a dispuesto a pagar menos por los mismos beneficios. Es decir, el múltiplo cae. Sin embargo, llevamos meses en los que cada uno va por su lado.



En realidad, el mercado no piensa que la subida de tipos sea buena. Lo que hace es adelantarse al próximo ciclo interpretando que se reduce la inflación sin afectar al crecimiento. Puro Soft Landing. Las valoraciones de renta variable se adelantan varios meses al ciclo actual descontando la perfección y que nada descarrila: crecimiento suave, la inflación al 2% y los Reyes Magos existen. Y ojo porque puede ser que existan y estos sean los banqueros centrales, porque hasta ahora su actuación ha sido mágica...



⁶ El 14 de marzo de 2022 el S&P500 cerró a 4173 y el 29 de diciembre de 2023 a 4769

⁷ El 19 de julio de 2022 el Stoxx600 cerró a 423,4 y el 29 de diciembre de 2023 a 479

⁸ Según FactSet (www.insight.factset.com) el crecimiento acumulado de beneficios del S&P500 publicado fue de 2,5% y -4,6% en el tercer y cuarto trimestre de 2022. En 2023 el crecimiento ha sido de -1,7%, -4,10% y 4,9% para el primer, segundo y tercer trimestre. Con un estimado para el cuarto trimestre del 2,4%.

Llevamos más de un año defendiendo nuestra expectativa a largo plazo de que los bancos centrales tendrían que flexibilizar su objetivo de inflación del 2% hacia uno superior. La gran dificultad sería *la última milla* de la inflación: bajar del 4% al 2%. Creemos que las dinámicas actuales de Des-globalización, Des-carbonización y Des-dolarización son profundas, a largo plazo y puramente inflacionarias. Y que los bancos centrales claudicarán frente al dilema de castigar el crecimiento a cambio de un objetivo de inflación utópico.

Cuando vemos la inflación americana en el 3,1% y la subyacente en el 4%⁹, nuestra naturaleza escéptica nos hace sospechar de lo imprudente de las palabras de [Janet Yellen](#) hace unos días donde daba por alcanzado el *Soft Landing*. ¿Se está aceptando el nivel actual de la inflación como adecuado? Estimamos que, al estilo década de los noventa, la inflación debería volver a promediar niveles del 3% frente al 2,2% de los veinte años anteriores a la pandemia. Por eso nuestra interpretación del cierre de año en renta fija no es tan halagüeño como el que veíamos antes de una renta variable cotizándose la perfección.

En una economía normalizada, y haciendo el número "gordo", su bono a diez años debería reflejar a largo plazo aproximadamente la suma del tipo de interés real y la inflación. Por ejemplo en Estados Unidos, en los veinte años previos a la pandemia, la inflación promedió el 2,2% y los tipos reales el 1,4%. Se puede concluir que el bono a diez años

debería haber promediado el 3,6%. Esto compara razonablemente contra la media del 3,4% que realmente hizo el bono.

Por eso, si a una inflación esperada del 3% se le suma una media normalizada de tipos reales razonable, por ejemplo, el 2,1% de la década anterior a la crisis financiera de 2008, resulta en un bono a diez años por encima del 5% (todo ello obviando la existencia teórica de una prima de riesgo temporal que ha sido inexistente en los últimos años). Sin embargo, cerró el año en el 3,8%. Por ello, entendemos que la renta fija parece no tener tan claro el escenario de perfección donde nada descarrila. Más bien interpreta que los inversores se refugian en el activo sin riesgo ante potenciales problemas de crecimiento.



Desde nuestro punto de vista, si realmente la Fed bajase tipos hasta seis veces en 2024, es porque estará muy preocupada por algo:

- Si esa preocupación fuera finalmente una recesión debería afectar a la renta variable con caídas generalizadas. Y la yield del bono a diez años no debería comprimirse mucho más allá del entorno del 3,5%.

⁹ US CPI Urban Consumers YoY y US CPI Urban Consumers Less Food & Energy YoY <https://www.bls.gov/opub/ted/2023/consumer-prices-up-3-1-percent-from-november-2022-to-november-2023.htm>

- Si por el contrario está preocupada por una política demasiado restrictiva para los niveles de inflación ya alcanzados, bajando seis veces y de forma preventiva, se incurrirá en un elevado riesgo de realimentar esa inflación (no hay que olvidar que los salarios todavía crecen al 5%). En un primer momento la renta variable no caería, pero la Fed debería responder ante un nuevo repunte de inflación. Y la segunda vez es más peligrosa y dolorosa para la renta variable. En este contexto la yield del bono debería subir a niveles del 5% - 5,5%.

Continuamos pensando que, en el corto plazo, tiene que haber una recesión porque hay muchos indicadores que continúan apuntando en esa dirección: las curvas invertidas, los indicadores adelantados, el crecimiento de la masa monetaria, la actividad industrial, los estándares de crédito, la capacidad de compra de vivienda, el número de empresas zombi en máximos históricos, el ritmo de quiebras en Estados Unidos, el ritmo de impagos en tarjetas de crédito, etc.

Pero incluso pensando que los indicadores anteriores estuvieran sufriendo un periodo de falta de precisión, y relajando nuestra estimación de recesión por algo más leve, somos incapaces de justificar potencial en la renta variable con unos múltiplos cotizando un 2024 idílico. Entendemos que la única revalorización posible provendría del crecimiento de beneficios, pero estos ya descuentan un crecimiento ambicioso en

Estados Unidos del 11,8%¹⁰ y en Europa del 6,1%¹¹. Es decir, que tanto si se cumple nuestro escenario de frenazo como el de *goldilocks* del consenso, no justificaría que compráramos ahora renta variable.

Nuestra gran infraponderación comenzó a final de 2021 y la cerramos parcialmente comprando a final de 2022. Nos hubiera gustado afrontar 2023 con un mayor peso de renta variable, pero por prudencia no lo hicimos. No vamos a perseguir al mercado y, antes de incrementar el peso, esperamos a dos eventos: una mejoría de los datos (por pequeña que sea) y/o algunas caídas de renta variable que, al menos en parte, ponga en valor que no todo es color de rosa en este proceso de normalización monetaria.



Por el camino la renta fija ofrece un carry interesante y elevado por primera vez en muchos años. A lo largo del año hemos defendido que no estábamos cómodos jugando el pivot de la Fed y preferíamos perdernos parte del movimiento antes que incurrir en el riesgo de equivocarnos por la parte del activo "sin riesgo". Compramos renta fija en tipos muy atractivos, pero con baja duración y mantuvimos una visión positiva sobre el crédito en general y

¹⁰ <https://insight.factset.com/sp-500-cy-2024-earnings-preview-analysts-expect-double-digit-earnings-growth>

¹¹ <https://www.cambridgeassociates.com/en-eu/insight/2024-outlook-public-equities/>

emergentes y AT1 en particular. Dijimos que incrementaríamos duraciones en la curva USD cuando se alcanzaran niveles del 5,25% en el bono a diez años. Estuvo cerca, llegó al 5% y de ahí fue para abajo, perdiéndonos parte de la última subida de renta fija. Aun así, seguimos defendiendo que ha aportado una adecuada rentabilidad durante el año y lo seguirá haciendo los próximos años. Insistimos en que, en principio, hasta que no veamos niveles del 10 años en torno al 5%, no incrementaremos el riesgo de duración. Entendemos que al 4,5% el tramo corto tiene más sentido que incurrir en riesgo de duración al 3,8%. Y en la curva EUR, aunque todavía por detrás, mejor en el tramo corto al 3,8% que al 2% del largo plazo.



Finalmente, nuestro posicionamiento en China y su entorno: [la parte del "entorno" ha funcionado bastante bien este año, la parte "China" no tanto](#). Nuestra tesis defiende la idea, por un lado puntual, de una recuperación económica tras un confinamiento excesivo. Por otro lado, estructural, la idea de un nuevo bloque de inversión que tiene a China como eje central. A pesar de que [la economía se ha recuperado con fortaleza](#), el empeño durante el año de las autoridades chinas por no implementar

ayudas contundentes, ligado al convencimiento occidental de que China es (¿ahora?) demasiado comunista, ha provocado una [salida histórica de inversores](#) que se ha llevado por delante el mercado con una pérdida del 11%¹².

A pesar de este varapalo, sobre todo en un año en el que todo lo demás ha subido, insistimos en que tanto las valoraciones en mínimos históricos, como el posicionamiento estratégico que va adoptando China, hace obligatorio que forme parte estratégica de un asset allocation global. Por otro lado, hemos aprendido a no minusvalorar el extremo al que pueden llegar los inversores vendiendo posiciones sin importar las valoraciones ante una dinámica de corto plazo. Probablemente seamos menos exigentes para reducir peso cuando recupere el mercado chino.



Cerramos un año inusual, cambiante y complejo de gestionar. Sinceramente, creemos que el próximo será parecido en complejidad. Solo esperamos que nuestro escenario se ajuste mejor en *timing* y permita empezar un nuevo ciclo más sosegado para la inversión patrimonialista.

Feliz año a todos
Pelayo Gil-Turner Smith

¹² Shanghai Shenzhen CSI 300 Index acabo con una pérdida del 11,38% a cierre de 2023