

"There is nothing wrong with change...if it is in the right direction."

– Winston Churchill –

En este último trimestre, los mercados financieros han sido el escenario de una auténtica obra teatral que ha pasado por todos los géneros: drama, con las caídas abruptas de agosto; comedia, cuando la Fed finalmente bajó los tipos de interés y sorprendió al mercado a pesar de llevar dos años anticipándolo; farsa porque la pendiente de la curva se desinvierte y aquí no llega ninguna recesión; tragedia, por unas guerras que no solo persisten, sino que se agravan; tragicomedia, con Kamala Harris remontando en las encuestas e igualando a Trump; ópera, porque China interpreta una pieza ya conocida y consigue emocionar al mundo...

"¿Qué es la vida? Un frenesí. ¿Qué es la vida? Una ilusión, una sombra, una ficción; y el mayor bien es pequeño; que toda la vida es sueño, y los sueños, sueños son."

– Calderón de la Barca –

Múltiples actos, múltiples géneros, que abren un nuevo ciclo económico en varios frentes, y en donde **los activos financieros responden subiendo con fuerza**¹.



Acto 1. El Drama.

A mediados de julio, el mal de altura por los máximos históricos del mercado provocaba dudas sobre si el optimismo en realidad podía ser complacencia: se sucedían los mensajes de compañías alertando sobre un consumidor siendo "selectivo"; un eufemismo para describir a [un consumidor cada vez más tieso](#) por la elevada inflación, los tipos en máximos y los ahorros en mínimos. En paralelo, surgían las primeras dudas sobre cuándo y cómo se iban a [rentabilizar las cantidades ingentes de capex destinadas a la IA](#). Para rizar el rizo, [China publicaba malos datos](#) de crecimiento que confirmaban (aún más) su hundimiento. Estas tres preocupaciones crecían planteando la posibilidad de que finalmente el ansiado *soft landing* pudiera ser *hard*.

En plena tensión, salieron un par de [datos malos de crecimiento y empleo](#) en EE.UU.

¹ Durante el último trimestre la renta variable global subió un 6,7% (ytd 19,1%), en EE. UU. un 5,5% (ytd 20,8%) y en Europa un 2,2% (ytd 9,2%) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD un 4,7% (ytd 3,8%), un 4% en EUR (ytd 2%) y en Renminbi un 1% (ytd 4,8%). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 5,8% (ytd 5,3%) y en Europa un 3,3% (ytd 3,8%). El High Yield ganó en EE. UU. un 5,3% (ytd 8%) y en Europa 3,3% (ytd 6,3%). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 6,6% (ytd 8,6%) y los emergentes corporativos en dólares un 4,8% (ytd 8,5%) 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.

que, junto al banco Central de Japón [subiendo tipos por sorpresa](#), provocó que la tensión tornara en drama. Lo que empezó con pequeñas carreras por salirse del mercado, acabo con codazos y una caída en EE.UU. del 9% en pocos días, que tuvo su apogeo dramático con el Nikkei 225 cayendo estilo años noventa un 12% en un día.

Pero tan rápido como llegaron las caídas, y tras unos datos de empleo y crecimiento razonables, el mercado recuperó y la volatilidad bajó del 65% ([que no se veía desde la pandemia](#)) hasta un confortable 14%.



Desde nuestro punto de vista este primer acto pone sobre la mesa tres cuestiones:

1. Indicadores macro dando señales mixtas.

Comentábamos en el [último trimestral](#) que los mensajes confusos se suceden y complican el tener un posicionamiento contundente. Por ejemplo, tenemos datos contradictorios sobre el [consumo recuperándose en forma de "K"](#) (esto es: una parte de la población con dinámicas de consumo fuertes y otra con problemas), o los [indicadores adelantados](#) que siguen apuntando a debilidad en términos

absolutos, pero que se recuperan desde los mínimos². En definitiva, un *soft landing* que por ahora no se estrella, y en donde es difícil formarse una convicción.

2. Nivel al que están algunas valoraciones.

En EE.UU. el S&P500 está a un PER 2025 de 21x, pero el S&P500 Equal Weighted a 16x. Una diferencia que muestra que las pequeñas compañías llevan varios trimestres sin el interés de los inversores y cotizando una desaceleración. Entendemos que éstas deberían tomar el liderazgo ante las dudas sobre las valoraciones de las grandes tecnológicas. De hecho, desde el máximo de julio hasta el cierre del trimestre, se produce una rotación hacia las pequeñas compañías en detrimento de las grandes tecnológicas (Russell 2000 9% frente a los Magnificent 7 con un -5%). Solo vemos posible expandir el múltiplo adicionalmente si continúa la rotación hacia las compañías que se han quedado atrás.

3. Invertir estimando que nada cambia.

Creemos que lo que ha pasado en Japón es un buen ejemplo del sesgo de [statu quo](#) del que adolece el mercado. Este sesgo cognitivo hace que los inversores se resistan al cambio incluso cuando existen evidencias claras del mismo, evitando evaluar la nueva información y la posibilidad de un cambio estructural. Actualmente se están dando varios cambios estructurales en el mercado que, de no ser evaluados adecuadamente, nos traerán sustos como los del verano. Sucede con la estructura macro de Japón

² Conference Board Leading Indicators

que está cambiando, pero creemos que también pasa por estimar que volvemos a un mundo con un régimen de tipos de interés previo a la pandemia...

Acto 2. Comedia.

Si se mira con perspectiva, parece una broma que tras dos años de subidas en los activos financieros, descontando múltiples recortes de tipos, cuando finalmente llegan, el mercado se sorprenda y suba aún más. Recuerda a cuando Mr. Bean se escribía a sí mismo felicitaciones de Navidad y, tras pasarlas por debajo de su puerta, las abría y leía con cara de sorpresa e ilusión.

El proceso de bajadas de tipos ha empezado con un recorte "doble" del 0,5% (se esperaba un 0,25%). Hay que ser muy artista para, en pleno debate sobre si hay un problema de crecimiento, empezar este nuevo ciclo de tipos de interés con una bajada agresiva y que el mercado se lo tome bien.



Desde nuestro punto de vista la reunión de la Fed de septiembre viene a confirmar que:

1. **Empieza un nuevo ciclo** de bajadas de tipos donde se antepone el crecimiento y el empleo sobre el control de la inflación. Como hemos visto en el pasado, esto viene a ser casi una garantía de que no vamos a tener una recesión en el corto plazo o que, de producirse, el impacto en el mercado sería limitado. En paralelo, las compañías pequeñas deberían ser las más beneficiadas de un incremento de la actividad, siendo las más cíclicas y apalancadas.
2. **La Fed estima que el tipo neutral³ es del 2,9%, y que la inflación llegará al 2%.** Eso implica que el tipo de interés real al que aspiran es del 0,9%. Otros con el sesgo de *statu quo*... ¡pero dentro de la propia Fed! Asumen que la normalidad es volver a un escenario post 2008 donde, después del mayor experimento monetario de la historia, la inflación promedió un 1,9% y los tipos reales un 0,5%.

Llevamos varios trimestres defendiendo que, por distintas dinámicas estructurales, vamos a un régimen de tipos previo al de la Gran Recesión, donde la inflación promedió un 3% y los tipos reales un 1,7%. Esto implica un bono a 10 años nominal al menos en el rango del 4,5%–5% y no en el 3% como al que apunta la Fed.

3. **Creemos que la decepción va a llegar.** Actualmente, el mercado descuenta, a través de los Fed Fund Futures⁴, que los

³ El **tipo neutral** de la Reserva Federal, también conocido como la tasa neutral de interés o **r-star (r)***, es el nivel de la tasa de interés que no acelera ni desacelera el crecimiento económico. En decir, el punto de equilibrio donde la política monetaria no es expansiva (que estimularía) ni contractiva (que la desaceleraría).

⁴ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

tipos cerrarán el próximo año al 2,9%. Eso implica más de ocho recortes de 0,25% hasta diciembre de 2025, lo cual nos parece exagerado. Ya lo vimos en 2024, cuando se esperaba cerrar en el 4% y seguimos en el 5% tras múltiples retrasos. Sin embargo, como no sucedió nada dramático en 2023 y 2024 tras no cumplirse las expectativas, aquí tampoco debería...

Acto 3. Farsa

El análisis de la pendiente de la curva de tipos nominales se sitúa a medio camino entre la teoría financiera y el esoterismo. Aun así, en la práctica ha sido un indicador fiable, prediciendo las últimas ocho recesiones.

En promedio, transcurre un año desde que se invierte la pendiente de la curva hasta que llega la recesión. En esta ocasión hemos estado [más de dos años con la curva invertida](#) y aquí no ha pasado nada...

Hay tres maneras para "salir" de una pendiente negativa:

1. *Bull Steepening*⁵. La Fed baja tipos de interés ante la previsión de una recesión. En respuesta, los tipos nominales cortos bajan más rápido que los largos y la pendiente se vuelve positiva.
2. *El Bear Steepening*⁶ es algo más feo, ya que implica una positivización de la curva ante la expectativa de problemas fiscales o inflacionarios estructurales. Esto provoca que los inversores vendan los bonos a largo plazo, lo que hace que sus yields

suban más rápido que las de los bonos a corto plazo.

Nos encontramos en pleno proceso de *bull steepening* porque la expectativa es que la Fed baje tipos agresivamente y la parte más corta está respondiendo de forma contundente. Durante el mes de agosto la pendiente se volvió positiva, es decir, el tipo a 10 años subió por encima del 2 años. En concreto, hemos pasado de un diferencial de -0,35% en junio a 0,13% en septiembre. Por ahora, un indicador un tanto farsante porque no hay recesión.



Acto 4. Tragedia

Primero, el drama humano: llevamos más de dos años con la guerra de Ucrania (6,5 millones de desplazados y 1 millón de muertos o heridos) y cinco meses en Oriente Medio (45.000 muertos). La primera está enquistada y sin señales de solución, mientras que la segunda se complica y tiene el potencial de escalar de forma preocupante.

Desde una perspectiva menos trascendente, como es la financiera, los mercados suelen reaccionar de manera limitada a las guerras, ya que con el tiempo se ha aprendido que sus

⁵ <https://www.investopedia.com/terms/b/bullsteepener.asp>

⁶ <https://www.investopedia.com/terms/b/bearsteepener.asp>

efectos son temporales y la recuperación es rápida. Sin embargo, hay efectos menos evidentes a los que hay que prestar atención:

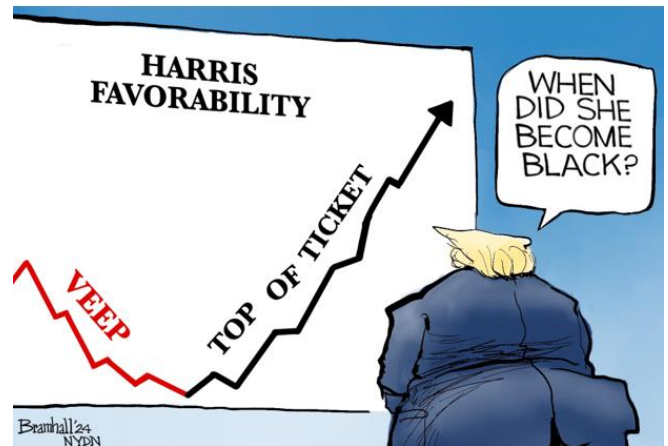
- La crisis energética europea, unida a otras cuestiones autoinfligidas, es la clave de la profunda crisis industrial de Alemania.
- El petróleo ha bajado a niveles tan incómodos para los productores que hasta [Arabia Saudí ha tirado la toalla con su objetivo de \\$100](#). Ahora bien, una escalada con Irán provocaría complicaciones en el precio, es decir, presión al alza sobre una inflación que se estaba controlando.
- Las relaciones diplomáticas, incluso entre los países occidentales, sufren fricciones y alientan la insana tentación de no colaborar entre aliados. Desglobalización en vena.

Tenemos poca visibilidad como para hacer estimaciones. Son situaciones que dependen de los políticos y éstos son impredecibles...

Acto 5. Tragicomedia

La carrera electoral americana está siendo puramente eso: americana. Lo tiene todo y parece sacada de Hollywood. El primer debate es vergonzoso, con Biden balbuceando y "ausente". Días después, alguien intenta asesinar a Trump, el tipo que genera más odio y pasión en la historia del país. Sobrevive de milagro y sube en las encuestas como si no hubiera otro candidato. De hecho, no lo había. A los pocos días, el partido demócrata obliga a renunciar a Biden y elige a Kamala: candidata de alto riesgo porque genera casi tanto rechazo como Trump. En un nuevo debate, y contra todo

pronóstico, Kamala gana de manera aplastante y [le da la vuelta a las encuestas](#). ¡Como para estimar el ganador de las elecciones! Estos americanos...



Desde nuestro punto de vista, tanto si sale Trump como Kamala, tenemos asegurado el déficit récord en el que está inmerso EE.UU. Se podrá destinar a uno u otro fin, pero [ambos gastarán como si fuera dinero del Monopoly](#) (salvo que gane la presidencia Kamala y los republicanos mantengan las cámaras, porque tratarán de imponer contención en el gasto). El lado recaudatorio es otro cantar: Kamala se ha ido descafeinando en la campaña, pero su afán recaudatorio es mayor que el de Trump, que se estima que baje impuestos por todos lados.

Acto 6. Ópera

China lleva más de dos años en crisis económica y financiera, provocada por el estallido de la burbuja inmobiliaria, el exceso de regulación y la salida masiva de inversores extranjeros debido a las malas perspectivas y las amenazas de sanciones. Con el paso del tiempo estos factores han degenerado en una desconfianza profunda, tanto entre

extranjeros como locales, que se ha llevado por delante el mercado.

Aunque durante este periodo los indicadores de crecimiento, tipos de interés, balanza comercial y déficit no han sido tan malos, el pesimismo ha ido creciendo hasta percibir a las autoridades chinas como incapaces. Estas han ido aplicando medidas periódicas, pero siempre se han percibido como parches insuficientes para darle la vuelta al calcetín.

Pero por sorpresa, el pasado 24 de septiembre, el Banco Central Chino [anunció una batería de medidas](#) contundentes y creíbles, que incluían apartados sorprendentes como facilitar la financiación para compras de acciones en el mercado, fomentar la recompra de acciones propias de las compañías o incluso, autorización para que el fondo estatal comprara acciones en el mercado.

Dos días después, el Politburo comunicó [otra ristra de medidas](#) adicionales, esta vez fiscales, con el mismo objetivo que las anteriores: poner una red de seguridad al inmobiliario, revivir los mercados financieros y estimular el consumo.

Estos dos anuncios se parecen bastante al *bazooka* que los inversores demandaban desde hace tiempo. Lo más relevante no es tanto el efecto real en la economía (que ya se verá), sino la determinación y coordinación de las autoridades para restaurar la situación.

Cuando las autoridades aciertan, el mercado responde. Los inversores chinos, a los que les sale el ahorro por las orejas, se lanzaron a abrir cuentas en *brokers* locales y [comprar como nunca lo habían hecho](#). El Hang Seng ha

subido un 30% en unos pocos días. Pura lírica...



En las carteras seguimos defendiendo la necesidad de mantener la inversión en China y su entorno como algo estructural (tanto en renta variable como fija). En el lado occidental, seguimos pensando que el *soft landing* tiene sentido y que por ahora no se descontrola. Si el mercado puede subir, lo hará por medio de una rotación a los valores que se han quedado atrás y se benefician de un nuevo ciclo de tipos. No compramos más, pero no vendemos.

En renta fija creemos que, tanto por duración como por crédito, el recorrido es limitado después de las recientes subidas. Por ello, mantenemos la prudencia sin incrementar la duración ni perseguir al mercado. Es más, planteándonos que en el corto plazo hay algún nicho en el que se pueda incluso reducir como, por ejemplo, híbridos bancarios.

Este trimestre ha sido un verdadero despliegue de emociones económicas, y nos deja expectantes para el próximo acto.

Ánimo a todos con el último trimestre.