

“Western governments are spending money like drunken sailors on shore leave in Wan Chai”

– Louis Gave –

Cuando los gobiernos comprometen 15 trillones de dólares¹ como si no hubiera un mañana, cabe pensar una de dos cosas: que verdaderamente no hay un mañana o que finalmente conseguirán darle la vuelta al crecimiento y la inflación. Y si esto sucede partiendo de tipos de interés cero, la torta en bonos soberanos puede ser antológica.

Quien a principios de año tuviera un bono del Tesoro americano a 30 años, en sólo un trimestre ha perdido más de un 16%. Semejante pérdida no hila bien con el concepto de “activo sin riesgo”. Ahora pensemos en grandes fondos de pensiones, aseguradoras y demás *permabulls*² en renta fija a largo plazo. Tienen que haber pasado un trimestre de aúpa... Ha sido el peor trimestre en bonos a largo plazo en EE. UU. en más de cuarenta años³. Y en paralelo, la renta variable continúa subiendo⁴.



Decíamos en nuestra última [newsletter](#) que la subida de mercados de finales de 2020 estaba justificada e incluso podía ser el principio de algo más prolongado, siempre y cuando se dieran tres claves:

1. Se necesitaba la confirmación del crecimiento de beneficios de las empresas.
2. Igualmente, era necesario que la inflación subiera y lo hiciera a un mayor ritmo que los tipos nominales (para que estuvieran controlados los tipos reales).
3. Y finalmente, que podíamos estar ante la gran rotación, en donde cambiara el sesgo de las inversiones de los últimos años en favor de compañías *value* y cíclicas en detrimento de bonos soberanos, tecnología y demás burbujas a precios esotéricos.

Sobre el primer punto decíamos que, para ver mayores subidas en los mercados, se tenía que producir una mejora de los beneficios porque la expansión de múltiplos no daba más de sí. Pues bien, esta revisión se está produciendo y en proporciones de récord. A principios de año se esperaban \$167 para todo 2021 en el S&P500 y las estimaciones ahora están en \$175. Igualmente, para 2022 se esperaban \$195 y

¹ <https://www.statista.com/statistics/1107572/covid-19-value-g20-stimulus-packages-share-gdp/>

² <https://www.collinsdictionary.com/es/diccionario/ingles/permabull>

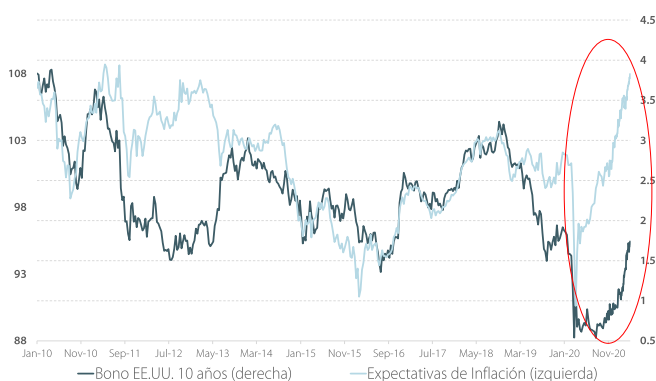
³ <https://www.ft.com/content/c7107a3b-483d-4c6f-80c1-1f555ac38a97>

⁴ Durante el último trimestre la renta variable global subió un 4,5% en EE. UU. un 5,8% y en Europa un 7,7% (MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente). Por el lado de la renta fija, cayeron los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. un 4,6% y en Europa un 0,7%. Al mismo tiempo, el High Yield ganó en EE. UU. un 0,8% y en Europa 1,6%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 5,6% y los emergentes corporativos en dólares también cayeron un 1,3% (BB Barc US Corporate TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barc Corp HY TR Index, BB Barc Pan-European HY TR Index, BB Barclays Emerging Mkts Sovereign TR Index y BB Barc Emerging Markets USD Aggregate Corporate Index respectivamente).

ahora \$202. Es decir, han subido en tres meses un 4,8% y un 3,6% respectivamente cuando lo normal es que durante el primer trimestre las estimaciones caigan⁵. El gran riesgo para los beneficios empresariales sigue siendo no conseguir un ritmo de vacunación razonable, y se prolonguen las restricciones. Una música que nos suena en Europa.

Con respecto al segundo punto, hablábamos del difícil equilibrio de ver la inflación subiendo a mayor ritmo que los tipos nominales, para que los tipos de interés reales se mantuvieran en negativo.

Y en esa línea, en EE. UU. vemos cómo se descuenta un escenario de recuperación agresivo que está generando (por ahora) el entorno perfecto: suben los tipos de interés nominales (bono a 10 años sube del 0,5% al 1,7%), pero a un menor ritmo que las expectativas de inflación (para el mismo plazo han pasado del 0,5% al 2,3%).



En esta ocasión, y a pesar de lo que se pueda pensar, el repunte de los tipos nominales (caídas de los bonos) es algo bueno porque refleja una expectativa de crecimiento, creación de empleo y visibilidad. El riesgo

hoy es que el *yield* de tus bonos no suba porque refleja todo lo contrario. Otra música que nos suena en Europa.

Y, por último, hablábamos de la potencial gran rotación de activos. Pensamos que durante el trimestre hemos visto un tímido inicio de esta rotación con caídas en bonos soberanos y con la continuidad en el mejor comportamiento de compañías *Value* (11,3%) frente a *Growth* (3,3%)⁶, pero las alarmas siguen encendidas con noticias constantes sobre excesos: GameStop, NFT⁷, Bitcoin, Tesla o bonos soberanos que no terminan de caer. Por ejemplo, el bono a diez años alemán no supera el -0,3%. Y sí, en Europa esta música suena y suena sin parar.

¿Qué le pasa a Europa? ¡Mientras en EE. UU. y China las expectativas de crecimiento de PIB se disparan, en Europa caen!⁸ A pesar de la rápida y eficaz respuesta fiscal frente a la pandemia, la Unión Europea parece ser víctima de su burocracia y buenismo.



Creemos que en Europa se puede estar gestando una situación binaria. Llegados a este punto caben dos posibilidades: o Europa acelera significativamente el ritmo de vacunaciones y su economía se recupera

⁵ https://www.trpropresearch.com/archive/report/SP500_Earnings_Scorecard/

⁶ MSCI World Value Index y MSCI World Growth Index

⁷ <https://www.theverge.com/22310188/nft-explainer-what-is-blockchain-crypto-art-faq>

⁸ La comparativa de estimación de PIB para 2021 a principios de año y final de marzo es para EE. UU. del 4% frente al 5,7%, y en China del 8,2% frente al 8,5%. En Europa cae del 4,6% al 4,2%.

con fuerza, o se mantiene la actual campaña de vacunación estilo Berlanga y la economía se estanca de forma estructural.

Cualquiera que sea el resultado, pensamos que determinará (agresivamente) el comportamiento de los activos a corto plazo. Nosotros estimamos, en contra de la opinión de consenso, que Europa conseguirá durante el verano una tasa de vacunación cercana al 70%, coincidiendo con la distribución de los fondos europeos.

Por tanto, desde nuestro punto de vista el ritmo de vacunación europeo es el primer riesgo para vigilar en el corto plazo. El segundo riesgo es cómo se mueven las expectativas de inflación.

En pocos meses, las prioridades de los inversores han pasado de la obsesión sobre las restricciones por el virus, a sólo hablar del nivel "clave" de inflación que provoque pasar de un escenario bueno (porque se descuenta crecimiento y visibilidad) a uno negativo para los activos (porque se "caliente" la economía y los bancos centrales tengan que empezar a retirar estímulos⁹).



Por ahora el consenso estima que la inflación repunta en 2021 pero que, a medida que pasen los años, retrocederá paulatinamente¹⁰. Pero la inflación no es algo gradual y las complicaciones ocurren de forma imprevista. Cuando llegue la primera confirmación de repunte de inflación este año (porque está tomando tracción el *efecto látigo*¹¹ del que hablábamos en nuestra última *newsletter*), el mercado no sabrá si es temporal o estructural hasta pasados unos meses. Creemos que los inversores al final se pondrán nerviosos si alguna de estas lecturas de inflación se dispara. Y por "nerviosos" nos referimos a que empiecen a descontar que los bancos centrales pueden retirar liquidez.

Un ejemplo de lo que puede suceder es la economía China. Sin haber implementado prácticamente medidas ya ve riesgos de calentamiento y ha empezado a restringir el crédito¹² (y desde los máximos de febrero la renta variable ha caído un 17%¹³). Por tanto, no descartamos un incremento de volatilidad en mercados por los "nervios" que puedan surgir si una lectura de inflación sale muy alta.

Como regla de "número gordo" pensamos que el mercado puede tener indigestión con la inflación o con los tipos de interés si:

- La expectativa de inflación a dos años es superior al 4%...
- O los tipos nominales suben por encima del 3% (10 años de EE. UU.) ...

⁹ <https://finance.yahoo.com/news/bank-of-america-fund-manager-survey-for-march-2021-121053204.html>

¹⁰ La estimación de inflación a un año es del 2,6%, a cinco años es del 2,5% y a diez años del 2,2% a través de los US Breakeven Inflation Index a 1, 5 y 10 años.

¹¹ https://es.wikipedia.org/wiki/Efecto_látigo

¹² <https://www.ft.com/content/5bdab1f8-3285-41ca-b964-bf3ce6b2c7fb>

¹³ MSCI China Index

- O los tipos reales suben más de 50 puntos básicos en 3 meses.

Con una visión de más largo plazo, pensamos que EE. UU. está fumando en un polvorín. A las extraordinarias ayudas fiscales del año pasado se suma un paquete adicional de \$1,9T contra el Covid¹⁴. Adicionalmente, se trabaja en un plan de infraestructuras para gastar a lo largo de los próximos 8 años por importe de \$2T¹⁵.

“Socialism will eventually run out of other people’s money” – Margaret Thatcher –

Para financiar el dispendio se esperan por un lado subidas de impuestos durante los próximos 15 años y, por el otro, que la magia recaudatoria de la inflación actúe¹⁶. Y, ante la posibilidad de que EE. UU. empiece a exportar inflación, hay que recordar la sensibilidad que tienen con este tema: cuando en 1971 los europeos se quejaron a EE. UU. por la inflación americana que les afectaba, el entonces secretario del Tesoro John Connally, declaró que el dólar era *“our currency, your problem”*.

En definitiva, creemos que hay que vigilar dos variables de corto plazo: el ritmo de vacunación europeo y la evolución de la inflación y los tipos.

Seguimos estructuralmente positivos, pensamos que, en la medida en que se sigan cumpliendo las tres claves del año, los activos de riesgo seguirán subiendo. No descartamos un incremento de la volatilidad en el corto plazo que suavice el ritmo de las subidas.

Seguimos pensando que hay que: huir de los bonos de “alta calidad”, migrar progresivamente el eje de carteras hacia Asia y China (creemos que la reciente corrección ofrece una oportunidad) y considerar la renta variable como el activo más atractivo, con un enfoque claro en evitar las consecuencias del potencial pinchazo de valoraciones en burbuja.

¹⁴ <https://www.wsj.com/articles/house-set-to-approve-covid-19-relief-bill-11615372203>

¹⁵ <https://www.forbes.com/sites/sarahhansen/2021/03/31/heres-whats-in-bidens-2-trillion-infrastructure-plan/?sh=68b7d81fd473>

¹⁶ <https://www.economics.utoronto.ca/jfloyd/modules/inft.html>

Cómo lo vemos...

ACTIVOS	ANTERIOR (1-2 AÑOS)	VISIÓN ACTUAL (1-2 AÑOS)	COMENTARIO	RIESGOS DE LA POSICIÓN	VISIÓN ANTERIOR	VISIÓN ACTUAL
RV - USA	→	→	Segmentos del mercado en burbuja	Expansión de múltiplo adicional por tipos reales negativos	↗	↗
RV - Japón	↗	↗	Mercado atractivo en valoración, exposición cíclica	Deflación sostenida		
RV - Europa	↗	↗	Amplia exposición a value atractivos por valoración	Frenazo económico y doble recesión por retraso en vacunas		
RV - Emergentes	↑	↑	Mercado atractivo en contexto de potencial reflación	Depreciación divisas y/o subida del USD		
RV - Asia ex Japón	↑	↑	Corrección reciente en China ofrece oportunidad	Excesivo endurecimiento monetario estructural en China		
RF - Gobiernos	↓	↓	Repunte de curva USD aún con recorrido; EUR pendiente	Depresión y único refugio ante incrementos de volatilidad	↘	↘
RF - Alta Calidad Crediticia	↓	↓	Menor valor tras movimiento de diferenciales nuevamente a min	Mejora adicional del crecimiento sin repunte de inflación		
RF - High Yield	→	→	Valor reduciéndose por estrechamiento de diferenciales agresivo	Doble recesión más prolongada y aumento de fallidos		
RF - Convertibles	→	→	Entorno más volátil y correlación con High Yield	--		
RF - Emergentes	↗	↗	Tipos de interés reales atractivos en Yuan y divisas satélites	Depreciación de divisas locales por falta de crecimiento		
RF - TI Reales	↑	↑	Expectativas de inflación todavía minusvaloradas. Potencial a l/p	Riesgo de repunte de inflación sea finalmente temporal	→	→
IA - Infraestructura	↗	↗	Bajos tipos de interés favorecen proyectos - plan de estímulos	Fracaso en la aprobación del plan de infraestructuras EE. UU.		
IA - Inmobiliario	↑	↑	Valoraciones muy atractivas por tipos de interes reales negativos	Entorno económico en rápido deterioro		
IA - Materias Primas	↗	↗	Atractivo por potencial repunte de la inflación y plan de estímulos	Repunte de inflación temporal - fracaso plan de estímulos		
IA - Private Equity	↘	↘	Exceso de apalancamiento y altas valoraciones	Entorno general favorece la inversión en ilíquidos		
IA - HF y Retorno Absoluto	↘	→	Rotación, reflación y subida de tipos incrementan las oportunidades	El entorno favorece la gestión activa	→	→
Liquidez y Equivalentes	→	→	Ante mayor visibilidad en activos de riesgo, menos liquidez	FOMO (<i>Fear of missing out</i>)	→	→

El quipo de inversiones de VARIANZA