

*“America is the only country that went from barbarism to decadence without civilization in between”*

– Oscar Wilde –

Si pensábamos que 2020 había sido un año extravagante, en diez días de este esperado 2021 despertamos con una foto de un personaje medio desnudo, con pieles de lobo y cuernos en el cabeza, sentado en la silla del presidente del senado americano Mike Pence. *Alea iacta est...*

El Washington Post ha llevado a cabo una encuesta para que los lectores enviaran su descripción de 2020 en una frase y el ganador ha sido un niño de Michigan de 9 años que lo ha definido como *“Like looking both ways before crossing the street and then getting hit by a submarine”*<sup>1</sup>.

Ha sido un año surrealista que termina con una aparente gran desconexión entre la economía y los mercados. Por un lado, prácticamente todos los mercados de renta variable y renta fija han acabado en positivo<sup>2</sup> y por otro, hemos cerrado con una de las mayores recesiones de las últimas décadas.



2020 ha sido como jugar a la gallinita ciega: sin datos ni dirección, y sin tener precedentes a los que “agarrarse” se han hecho estimaciones muy difíciles y cogidas con alfileres. La guinda del año han sido las dos vacunas: por un lado, la vacuna del Covid y por otro, la vacuna de la salida de Trump. Ambos

casos son una cura y deberían inmunizar a la población contra el virus y contra el populismo.

Para los mercados financieros estos dos eventos han provocado que los activos de riesgo se dispararan en el último trimestre del año, incrementando aún más esa supuesta desconexión entre mercados y economía.

Desde una perspectiva de mercados, y tras la intervención monetaria y fiscal de las instituciones, se apuntaló de forma acertada y oportuna la sociedad y su funcionamiento hasta que se anunciara una vacuna y, por tanto, la vuelta a la normalidad.

Por un lado, el mercado tomó el apoyo de las instituciones como punto de partida y por otro, fue asignando probabilidades a que se consiguiera una vacuna en tiempo récord. A medida que se comunicaban los desarrollos sobre las distintas fases se incrementaba la probabilidad de una vuelta a la normalidad. Y si finalmente la vacuna mostraba un alto grado de efectividad (como es el caso) permitiría una recuperación agresiva y con visibilidad, junto con el mayor impulso monetario y fiscal de la historia. Nunca se había salido de una recesión en estas condiciones, de ahí lo llamativo de la recuperación en mercados financieros teniendo todavía lejana la normalización económica.

Y la gran pregunta es: ¿está justificado? ¿es sostenible que el mercado siga subiendo?

Desde nuestro punto de vista sí está justificado, y creemos que viene condicionado por tres claves:

<sup>1</sup><https://www.washingtonpost.com/graphics/2020/lifestyle/2020-in-one-word/>

<sup>2</sup> Durante el último trimestre la renta variable global subió un 13,6% (14,1% ytd), en EE. UU. un 11,7% (16,3% ytd) y en Europa un 10,5% (-4,0% ytd). MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. un 3,0% (9,9% ytd) y en Europa un 2,0% (2,8% ytd). Igualmente, el High Yield ganó en EE. UU. un 6,5% (7,1% ytd) y en Europa 5,2% (2,3% ytd). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos un 5,0% (5,2% ytd) y los emergentes corporativos en dólares un 4,4% (8,1% ytd), BB Barclays US Corporate 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 Corporate Index respectivamente.

1. Se necesita confirmación de que el crecimiento de beneficios realmente se produce porque la expansión de múltiplos no da más de sí. El mercado estima que el S&P500 alcance un nivel de beneficios en 2021 de \$167 (23% de subida) y en 2022 de \$195 (17%) lo que dejaría el múltiplo PER a final de este año en 22,6x y en 19,4x el próximo.

Este punto de inflexión en los beneficios depende de la implementación de una campaña de vacunación eficaz. Visto el comienzo entendemos que no haya muchas esperanzas (en todo el mundo, no sólo en España). Pero creemos que existe una curva de aprendizaje y que debería superarse el decepcionante despliegue inicial. De conseguirse, creemos que los beneficios estimados pueden incluso superar las expectativas, ya que el recorte de costes de las compañías durante la crisis y la mejora de la eficiencia está minusvalorada por el consenso y puede convertirse en mayores márgenes de forma estructural.

Otro impulso adicional, y que creemos que también se está minusvalorando, es la reconstrucción de la cadena de suministro.

Como consecuencia de la pandemia la cadena de producción se ha vaciado. Volver a reabastecerla, con una expectativa de vuelta a la normalidad, tiene un efecto apalancamiento muy poderoso y se deriva de lo que se conoce como efecto látigo<sup>3</sup>.

Esta teoría explica los grandes cambios en la demanda que afrontan los productores ante pequeñas variaciones del consumidor. Supongamos por ejemplo el consumo de cerveza. La cadena de suministro está llena de intermediarios, que hacen previsiones sobre cuántas cervezas va a pedir el siguiente de la cadena. La acumulación de estimaciones con errores de las distintas empresas de la cadena de suministro genera que el último (es decir, el productor) sufra la acumulación de todas ellas. Esto supone estar expuesto a grandes variaciones en

pedidos cuando en realidad la cerveza consumida no varía tanto.

Este efecto, llevado al extremo por la pandemia, ha provocado que toda la cadena se vacíe y que las ineficiencias cuando se reactive la actividad provoquen un incremento de demanda llamativo, favoreciendo a las empresas, beneficios y precios al alza. Se puede ver un ejemplo ilustrativo de este efecto aquí.

En paralelo, las compañías se benefician del histórico soporte monetario y fiscal que parece se va a quedar a largo plazo. Muestra de ello es que ya 12 de los 17 miembros de la FED no esperan subidas de tipos hasta 2024.

Y aquí es donde está la segunda clave y probablemente, la más importante:

2. Se necesita que los tipos nominales (los de mercado) suban, pero ni mucho ni poco. El apoyo monetario a través de compras de activos en mercado y bajadas de tipos por parte de los bancos centrales ha generado tipos de interés reales negativos que aparentemente no somos capaces de superar. Sin embargo, la recuperación tras la pandemia puede generar el contexto necesario para que se vea un repunte de la inflación y, por tanto, de los tipos de interés.

De hecho, las expectativas de inflación se están empezando a disparar en EE. UU. mientras que el bono a 10 años sigue prácticamente sin moverse.



<sup>3</sup> [https://es.wikipedia.org/wiki/Efecto\\_l%C3%A1tigo](https://es.wikipedia.org/wiki/Efecto_l%C3%A1tigo)

<sup>4</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-30/fed-s-policy-making-panel-tilts-even-more-dovish-in-2021-rotation>

El mercado empieza a descontar que, como consecuencia de la vuelta a la normalidad, por la base tan deprimida de 2020 y por el reabastecimiento de la cadena de producción, durante 2021 se puedan alcanzar lecturas de inflación importantes. En ese momento a más de uno, en la FED y otros bancos centrales, le va a entrar el miedo en el cuerpo. Sabremos entonces si la FED no se acobarda como en 2018, donde la presión les pudo e iniciaron un proceso de restricción monetaria que provocó una caída del 20% en renta variable.

En Europa las expectativas de inflación están todavía tres pasos por detrás. Pero las razones para ver un repunte son similares y, si la recuperación encuentra tracción, la sorpresa puede ser aún mayor y el efecto en las valoraciones más llamativo. Creemos que un proceso de reflación es posible incluso en Europa.

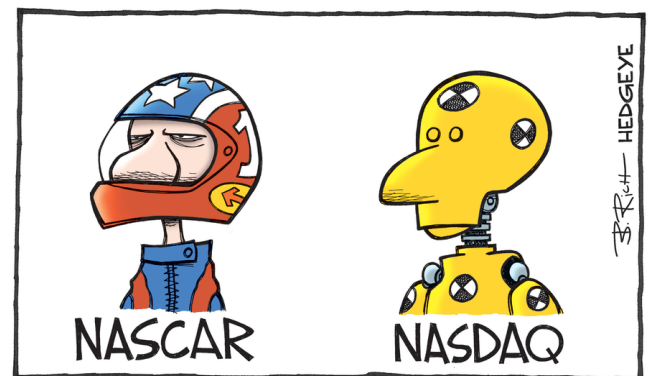


En nuestra última newsletter hablábamos del poderoso efecto que tendría sobre las valoraciones de las compañías un repunte de la inflación con los tipos nominales controlados por el banco central. Creemos que es positivo e incluso imprescindible un repunte de la inflación, de tal forma que los tipos reales (nominal menos inflación) se mantengan en un nivel bajo, favoreciendo la valoración de las compañías.

También en nuestra última newsletter defendíamos que se debería producir una subida

fuerte del mercado liderada por value y cíclicos muy baratos, frente a un mercado con un desproporcionado peso tecnológico y muy caro. A pesar de la histórica subida de value y cíclicos durante el último trimestre del año, creemos que sólo hemos visto el principio. Lo cual nos deja con la tercera clave:

3. La gran rotación. Llevamos algo más de una década marcada por la gran crisis de 2008 que ha supuesto un flirteo constante con la deflación y la incertidumbre económica. Estos, junto con la respuesta de los bancos centrales en forma de liquidez masiva, ha sesgado las inversiones hacia compañías growth frente a value (247% y 109% respectivamente<sup>5</sup>), hacia países desarrollados frente a emergentes (172% y 48% respectivamente<sup>6</sup>), hacia grandes compañías frente a pequeñas (266% y 188% respectivamente<sup>7</sup>), hacia bonos soberanos<sup>8</sup>, y por encima de todo a tecnología, con un 448% de rentabilidad en la última década.



Durante el 2020, estas distorsiones, agravadas por los efectos de la pandemia, se han agudizado hasta un punto insostenible. Desde nuestro punto de vista no tiene sentido patrimonial la inversión en determinados activos a estos precios. Como ejemplo, no olvidemos que Amazon y Microsoft (dos excelentes compañías) tardaron 10 y 15 años respectivamente en recuperar el máximo alcanzado durante la burbuja tecnológica que

<sup>5</sup> MSCI World Growth Index retorno total desde 31/12/10 hasta 31/12/20 de 247% frente a MSCI World Value Index de 108%.

<sup>6</sup> MSCI World Index retorno total desde 31/12/10 hasta 31/12/20 de 172% frente a MSCI Emerging Market Index de 48%.

<sup>7</sup> S&P500 Index retorno total desde 31/12/10 hasta 31/12/20 de 266% frente a Russell 2000 Index de 188%.

<sup>8</sup> En el periodo 31/12/10 al 31/12/20 el índice BB Barclays US Treasury obtiene un 38% de retorno y Ratio de Sharpe de 0,85. En el mismo periodo el índice BB Barclays Euro Aggregate Total Return 58% y ratio de Sharpe de 1,20

pinchó en el año 2000. ¿Cuánto tardará Tesla en hacerlo?

El detonante exacto que provocaría una rotación profunda y pinche el suflé es imposible de anticipar, y la mejor estrategia es estar alejado de las apuestas y centrarse en las inversiones.

Encontramos la recuperación en sí misma como razón fundamental para no participar en estas inversiones de moda. Si esta se produce finalmente, sería causa suficiente para iniciar la gran rotación ya que, por un lado, el repunte de la inflación y los tipos de interés perjudican a las compañías con valores terminales altos (como tecnológicas, growth y grandes compañías con visibilidad) y por otro, provoca pérdidas en la renta fija de mayor duración (tanto soberana como corporativa).

Igualmente, el tener una mayor visibilidad y expectativas de crecimiento favorece que la liquidez entre de nuevo en países emergentes. Por ejemplo, China va a salir muy fortalecida de la recesión y sin prácticamente haber empleado munición fiscal y monetaria. Es de los pocos países con tipos de interés reales positivos y su divisa debería ir ganando protagonismo en la región. China debería posicionarse como eje central de uno de los dos lados del mundo tras el proceso de des-globalización que se ha iniciado.

Como consecuencia de todo lo anterior, nuestro posicionamiento a medio y largo plazo es:

1. Huir de los bonos de "alta calidad" de países desarrollados.
2. Migrar progresivamente el eje de carteras hacia Asia y China como pilar fundamental. Esto implica mayor exposición a la región a través de renta variable, fija y divisa.

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 y cíclicos atractivos por valoración	Frenazo económico y doble recesión	↗	↗
RV - Emergentes	↑	↑	Mercado atractivo en contexto de potencial reflación	Depreciación divisas y/o subida del USD		
RV - Asia ex Japón	↑	↑	China lidera la recuperación económica y tecnológica	Recuperación de consumo se va consolidando		
RF - Gobiernos	↓	↓	Se inicia repunte de curva USD; EUR aún 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 bajas con potencial de repunte a l/p	Riesgo de repunte extremo de escenario reflación/deflación		
IA - Infraestructura	↗	↗	Bajos tipos de interés favorecen proyectos	Sin concreción del plan infraestructuras USA		
IA - Inmobiliario	↑	↑	Valoraciones muy atractivas por tipos de interés reales negativos	Entorno económico en rápido deterioro		
IA - Materias Primas	↗	↗	Atractivo por potencial repunte de la inflación	--	→	→
IA - Private Equity	↘	↘	Exceso de apalancamiento y problemas en inversión recientes	--		
IA - HF y Retorno Absoluto	↘	↘	Coste excesivo y valor cuestionable	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> )	→	→

Equipo de inversiones de VARIANZA