

“Every mind must make its choice between truth and repose. It cannot have both”
 – Ralph Waldo Emerson –

Llevamos unos años en los que la “verdad” y la “tranquilidad” no pueden coincidir en mercados financieros. Acabamos de cerrar el peor inicio de año en renta variable desde hace más de cincuenta años, y el peor de la historia en renta fija como consecuencia de aceptar una realidad incómoda: que el dinero no es gratis y que los riesgos existen. Ahora toca “verdad”.

Las caídas que llevamos en el semestre no distinguen entre activos o geografías¹: todos los activos caen entre el quince y el veinte por ciento en los primeros seis meses. Los inversores perplejos no entienden (con razón) cómo carteras conservadoras pueden perder lo mismo que las más agresivas.



A final del año pasado adoptamos un posicionamiento conservador porque

veíamos una gran complacencia respecto a tres claves:

1. El inevitable proceso de restricción monetaria por parte de Bancos Centrales
2. El riesgo de una elevada inflación
3. La ralentización en la macro y la micro

La complacencia del mercado era especialmente preocupante porque en paralelo teníamos valoraciones utópicas en renta variable pero, sobre todo, en renta fija. A pesar de los riesgos evidentes que estas tres claves podían ejercer sobre unos precios en burbuja, nadie estaba incentivado a tomar un posicionamiento conservador porque se podían perder las subidas de corto plazo.

Los mercados subían y subían en un aquelarre de complacencia hasta que tocaron lo que entonces no se sabía que era un pico para, como suele ser habitual, caer progresivamente sin una causa aparente. A medida que se producían las primeras caídas y se constataba que estas claves eran un riesgo real, surgió una guerra y nuevos e inoportunos confinamientos en China que tuvieron un efecto deflagración para la economía global.

¹ Durante el último trimestre la renta variable global cayó un 16,6%, en EE. UU. (-21,2% YTD) un 16,4% (-20,6% YTD) y en Europa un 10,7% (-16,5% YTD) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente. Por el lado de la renta fija cayeron los bonos soberanos en USD 3,8% (-9,1% YTD), un 7,4% en EUR (-12,3% YTD) y en Renminbi subieron un 1,1% (1,9% YTD). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 7,3% (-14,4% YTD) y en Europa un 7,3% (-11,9% YTD). El High Yield perdió en EE. UU. un 9,8% (-14,2% YTD) y en Europa 10,7% (-14,4% YTD). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 11,6% (-20,1% YTD) y los emergentes corporativos en dólares un 7% (-16,2% YTD) para el 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.

La inflación se disparó (aún más), los bancos centrales tuvieron que intensificar sus mensajes y actuaciones de restricción monetaria. Las caídas se intensificaban y llegaban los primeros análisis describiendo lo histórico de las caídas. Cuando llegan estos paralelismos de récords de caídas con el pasado es cuando empieza a minarse la confianza de los inversores y, tras un amargo proceso, finalmente se interioriza que las tres claves a las cuales no se prestó atención hace seis meses son ahora la prioridad.

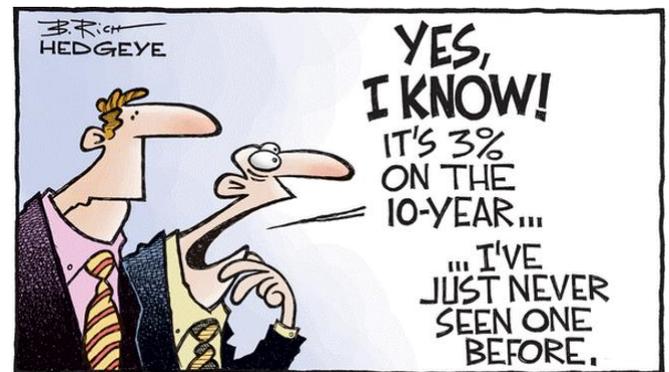
Hemos cerrado el semestre exactamente en ese punto: sin complacencia, sin prima en los múltiplos sobre la historia, cotizando que un proceso de restricción monetaria conlleva riesgos, que la inflación baja no era para toda la vida y metiendo en precio el riesgo de que, por muchos paralelismos con la historia que hagamos, los récords se pueden batir.

Las caídas han estado guiadas por una pura contracción del múltiplo. En concreto, en Estados Unidos hemos pasado de un PER 23x a 17x y en Europa de 16x a 12x (S&P500 y Stoxx600 respectivamente). Es decir, el mercado paga menos por los mismos beneficios esperados.

Por el lado de la renta fija, las curvas soberanas han vuelto (en parte) a unos tipos de mercado más en línea con la historia en términos de crecimiento e inflación. Y los tipos corporativos les siguen de cerca cotizando que el experimento monetario se ha acabado y que el riesgo crediticio existe.

Los argumentos de los últimos años en renta fija estaban basados en la creencia de

que los bonos ya no eran los instrumentos mediante los cuales los inversores prestan dinero a las compañías para acometer sus proyectos y en contraprestación reciben un tipo de interés. Todo lo contrario; se habían convertido en “papeles” que había que pasar de un inversor a otro para obtener una ganancia en el proceso. Poco importaba la calidad crediticia, la capacidad de repago o los activos que respaldaban las deudas.



Desde nuestro punto de vista, este proceso acelerado de caídas de los últimos seis meses supone que a partir de ahora nos enfrentamos a un problema de beneficios y no de valoraciones. Es decir, el mercado ha interiorizado las dos primeras claves. Nos falta la tercera.

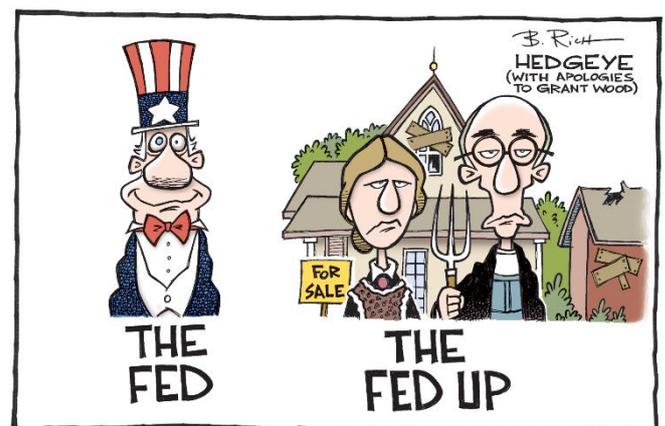
Y esta tercera clave, la ralentización macro y micro, es la incógnita por resolver en las próximas semanas. Sobre el papel, y dada la fortaleza de las familias y las empresas, deberían ser capaces de soportar una ralentización, una inflación temporalmente alta y una normalización monetaria. Pero el problema viene por el rápido deterioro que la situación está provocando en la confianza de empresas y consumidores. Proceso que súbitamente puede convertirse en una recesión autoinfligida.

Esta espiral de pesimismo es normal porque los consumidores están sufriendo donde más duele: la hipoteca, la calefacción, el precio de las casas, la gasolina, la compra de Walmart o Carrefour, y todo ello con la constante impresión de que su situación empeorará en los próximos meses. Este proceso provoca que los consumidores redescubran el número de agujeros que tiene el cinturón y con ello, aviven la profecía autocumplida de la recesión.

Por ejemplo, supongamos que Joseph, de Wichita (Kansas), se compró en enero de 2021 una casa de clase media. Esta le costó \$401.700. Para ello, se acercó a su sede más cercana de Wells Fargo para pedir un préstamo hipotecario. El banco le pidió una entrada de \$80.300 (es decir, el 20%). El resto se lo financiaron al tipo entonces vigente del 2,8% lo que le suponía una mensualidad de \$1.320. Joseph aceptó y, encantado con su nueva casa, invitó a su primo Bob a tomar unas cervezas. Bob quedó fascinado con la nueva vida de su primo y tras darle muchas vueltas a los números decide, unos meses más tarde, hacer lo mismo ya que por primera vez en su vida, tras el reguero de dinero de la pandemia, tiene algo de ahorros y un trabajo que parece "asegurado". Dieciocho meses después Bob acude a la misma sede de Wells Fargo y, para su sorpresa, le dicen que tiene que hacer un desembolso inicial un 27% superior al de su primo (de \$102.280 porque el precio de la vivienda ha subido a \$511.400) y ahora la mensualidad es un 85% superior (porque los tipos hipotecarios a 30 años están al 5,91% y la mensualidad pasa a

ser de \$2.429). Bob, desesperanzado, decide no comprar la casa porque no llega con su salario. Para consolarse, vuelve a casa de su primo Joseph para tomar unas cervezas que, por cierto, también han subido un 6%.

Es preocupante ver el *Housing Affordability Index* en mínimos previos a la crisis de 2008 y los efectos que puede tener en la toma de decisiones a futuro. Al fin y al acabo la esencia de las recesiones reside en que son ciclos de crédito y el mercado de la vivienda es el que tiene una mayor sensibilidad a los tipos de interés y al que siguen otros sectores pasados unos meses.

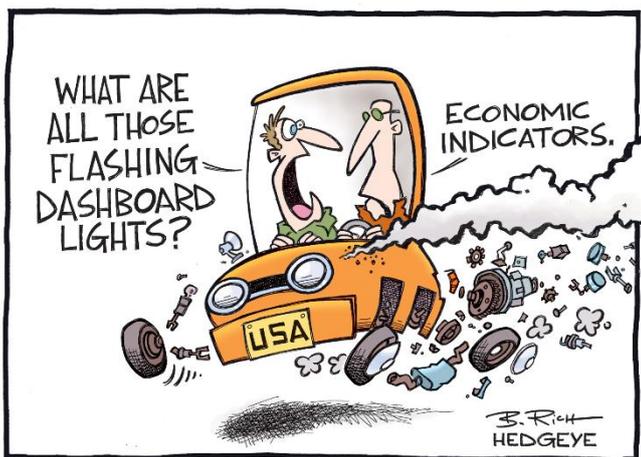


En paralelo a este comportamiento de los consumidores, las empresas están sufriendo el mayor incremento de costes que nadie recuerda y, sin embargo, los analistas por alguna razón que desconocemos no bajan las estimaciones. Es como si estuvieran esperando algún tipo de truco que permitiera cerrar los ojos y abrirlos pasados unos meses sin haber sufrido impacto alguno.

Creemos que hay tres opciones: el impacto se lo llevan las empresas, los consumidores o los dos. Por tanto, somos incapaces de justificar las expectativas del consenso.

Entendemos que los *profit warnings* deberían llegar y seguirles las rebajas de estimaciones de los analistas. Creemos que simplemente no ha dado tiempo a revisar a la baja las estimaciones porque la velocidad del deterioro está siendo inaudita.

Creemos que esta ralentización de beneficios y cómo se desarrolle determinará si al mercado le queda una fase adicional de caídas en renta variable. Es decir, si el mercado descuenta que llega finalmente la recesión y con qué intensidad.



La situación es un poco extraña porque estamos acostumbrados a recesiones de Demanda y esta, de producirse, tiene un origen en la *Oferta*. En este tipo de recesiones la política monetaria tiene un efecto limitado. Incluso, paradójicamente, se podría decir que es en gran medida inservible si no viene acompañada de política fiscal. En cualquier caso, los elevados márgenes empresariales, el bajo apalancamiento empresarial, el ahorro de los consumidores y la solvencia del sistema financiero deberían amortiguar el primer impacto y, de producirse una recesión, que esta fuera leve.

Dentro de esta tensa espera más o menos global, hay diferencias entre bloques: desde nuestro punto de vista creemos que en Europa es probable que, si no estamos ya en una recesión, lo estemos en pocos meses (con el potencial riesgo de convertirse en grave si se corta el suministro de gas desde Rusia o no se consigue una alternativa razonable). Además, el BCE no tiene la flexibilidad del resto de bancos centrales en esta carrera por subir tipos, y con ello reevaluar la divisa y dejar de importar inflación. Por otro lado, en el caso de Estados Unidos tenemos más dudas: creemos que veremos una ralentización considerable, pero que finalmente se evitará entrar en recesión (que desde luego no será por la Reserva Federal porque nunca en la historia ha conseguido un "*soft landing*" ante esta situación). Por último, tenemos a China en una fase opuesta del ciclo, saliendo de un confinamiento y con la escopeta de los estímulos cargada para la segunda parte del año. Creemos que China se encuentra al inicio de un nuevo impulso que, regulación y pandemias mediante, debería conferirle un crecimiento extra y servir a los inversores de contrapeso ante la debilidad del mundo desarrollado.



Por todo lo anterior, no cambiamos nuestro posicionamiento conservador. Decíamos en nuestra última [newsletter](#) que venderíamos adicionalmente si tuviéramos oportunidad, pero no ha surgido ninguna. El rebote de mayo fue tan débil que no nos permitió vender más.

Ahora, sin embargo, estamos empezando a buscar los indicadores que nos permitan comprar. Estos pueden ser:

1. Que las caídas de renta variable descuenten una recesión media y los precios bajos compensen los riesgos de comprar.
2. Que la inflación más baja a partir del final del verano sirviera de salvavidas a la FED para tímidamente dejar entrever un mensaje menos agresivo (reactivación de la [put de la FED](#)).
3. Alternativamente, una caída súbita de las materias primas que, una vez más, permitieran suavizar la actuación de bancos centrales.

Por ahora toca esperar porque además de los riesgos antes mencionados creemos que nos falta la "ballena". El gran [Charles Gave](#) describe que el proceso de restricción monetaria de la Reserva Federal es como la pesca con dinamita. Cuando se produce la explosión (es decir, empieza la restricción monetaria) son los peces pequeños los que aparecen de inmediato en la superficie.

En esta ocasión esas primeras víctimas son compañías como Nikola o Peloton. Al cabo de un tiempo aparecen peces de mayor tamaño como las [SPAC](#), ARK Innovation ETF o Bitcoin (que llevan un 75% y 72% de caída respectivamente). Pero sólo pasado un tiempo aparece la ballena: el pez de mayor tamaño afectado por la explosión que tarda un tiempo en emerger "panza arriba". Es la ballena la que genera un problema, a veces sistémico, que marca el final. El punto a partir del cual los inversores pueden entrar en el mercado porque la "limpieza" de los excesos pasados se ha completado. Todas las crisis tienen su "ballena". Por ejemplo, en 1974 fue Franklin National, en 1982 el default de México, en 1998 Long-Term Capital, en 2008 AIG (no, Lehman Brothers no era la ballena de verdad). No queremos decir que en esta ocasión tengamos una recesión profunda, pero sí que, dada la gravedad del proceso, pueden quedar consecuencias que todavía no son aparentes que provoquen caídas adicionales.

Por ahora no compramos, pero estamos cada vez más cerca...