

“Everybody has a plan until they get hit for the first time”

– Mike Tyson –

Terminábamos 2021 con una cierta sensación de alivio tras un periodo distópico, pero olvidábamos la infinita capacidad humana de enfangarlo todo.

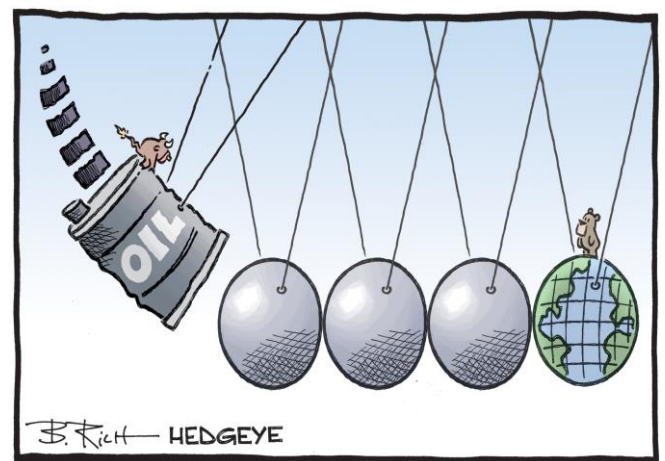
Durante el último trimestre todos los planes que se podían tener con respecto a la estrategia de mercado han reventado, y cualquier nuevo intento por recomponer los planes tomando las nuevas variables también ha reventado. Creemos que será uno de esos trimestres a los que harán referencia los comentarios y análisis de los próximos años. Es increíble la cantidad de años que caben en un solo trimestre.

Para mayor confusión, los mercados de renta variable han cerrado el trimestre<sup>1</sup> alrededor del nivel previo al del comienzo de la guerra. Y la renta fija (soberana), que se supone debería ser un activo refugio o libre de riesgo, sufre una [caída histórica](#) y acumula mayores pérdidas en el año que la renta variable.

Lo grave de esta guerra, al margen de la tragedia humana, es que Rusia y Ucrania son proveedores indispensables de materias primas para el resto de mundo. El problema no se limita a unos precios insostenibles para cualquier consumidor, sino también a que se empiecen a ver restricciones en suministros de países emergentes. Por

ejemplo, en Sudán, Egipto o Somalia, en donde hay más de 160 millones de personas, el [trigo que se consume proviene en más de un 80% de Rusia y Ucrania](#). La preocupación es que esto sea una nueva chispa que provoque una [Primavera Árabe](#) como la que hizo explotar el norte de África durante 2010.

En paralelo, se agrava la situación global de crecimiento en un momento muy delicado tras la salida de la pandemia porque el escenario de recuperación estaba cogido con alfileres. Como un efecto péndulo hemos pasado en cuestión de semanas de analizar las posibilidades de crecimiento a las de recesión.



[Una recesión](#) provoca que en media el S&P500 sufra una caída del 32% y el Stoxx600 del 46%. Por el lado de la renta fija se produce un ensanchamiento medio de diferenciales en la deuda *Investment Grade*

<sup>1</sup> Durante el último trimestre la renta variable global cayó un 5,5%, en EE. UU. un 4,9% y en Europa un 6,5% (MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente). Por el lado de la renta fija cayeron los bonos soberanos en USD 5,6%, un 5,3% en EUR y en Renminbi subieron un 0,8%. En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 7,7% y en Europa un 5%. El High Yield perdió en EE. UU. un 4,8% y en Europa 4,2%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 9,6% y los emergentes corporativos en dólares un 9,9% (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).

de 270 puntos básicos y de 984 en *High Yield*. A partir de estos números podríamos decir que durante el último trimestre la renta variable ha descontado la mitad de una recesión (de máximo a mínimo EE. UU. cayó un 14% y Europa un 18%) y la renta fija no ha llegado a descontar el 30% (el IG repuntó 78 puntos básicos y el HY 167).

Y con todo esto, la pregunta de cada trimestre se vuelve más importante que nunca: ¿y ahora qué?

Pues creemos que es aconsejable volver sobre las variables básicas que considerábamos clave en nuestra última [Newsletter](#). Estimábamos entonces que nos llevaría de seis a doce meses ganar claridad sobre las tres variables fundamentales (eran cinco, pero para facilitar la vida de nuestros lectores se pueden resumir en tres): la inflación, la normalización monetaria y la ralentización macro/micro. Y lo cierto es que hemos ganado visibilidad antes de lo esperado: las tres están hoy “visiblemente” peor.

## 1. La inflación

Ya veníamos de unos niveles complicados y, como consecuencia de la guerra y la subida de materias primas, la inflación está descontrolada. El consenso supone que si se llega a un alto el fuego deberían remitir los precios y aflojar súbitamente la presión al alza de la inflación. Pero no lo tenemos tan claro. Se ven dinámicas que están calando hondo y provocando que cada vez sea más compleja la normalización de precios:

- [El problema en las cadenas de suministro se ha agravado](#) y su normalización será ahora aún más compleja.

- Aunque se acabe la guerra, no parece probable que se eliminen las sanciones y ello hace que las materias primas rusas sigan fuera del mercado (lo que limita ver bajadas drásticas de los precios).
- Creemos que cada vez está más cerca la peligrosa dinámica de trabajadores reclamando mayores salarios en el mundo desarrollado.

En paralelo, y como consecuencia de la reacción de occidente, se espera una dramática aceleración en los procesos de transición energética y desglobalización, los cuales son puramente inflacionarios.

En este frente de la inflación estamos peor que a principios de este año.



## 2. La normalización monetaria.

En nuestra última conferencia con clientes hablábamos del problema que la estanflación genera en la toma de decisiones de los banqueros centrales: están obligados a decidir entre defender el crecimiento o parar la inflación. Son objetivos incompatibles. Es como soplar y sorber: como lo intentes, mueres. En este proceso, es curioso comparar los distintos caminos que han tomado la FED y el BCE.

En las últimas [intervenciones](#) de la FED, Jerome Powell se ha vuelto [hawkish](#) sin rubor y se ha decantado por frenar la inflación primero para más tarde controlar el [crecimiento](#). La consecuencia es que el mercado descuenta ocho subidas de tipos hasta llegar a unos tipos de interés del [3% a final de 2023](#). Casi nada...



Sin embargo, la reacción del BCE ha sido la contraria: aunque Lagarde no lo haya dicho explícitamente, simplemente como no está volviéndose más restrictiva con el drama de inflación que se está publicando en Europa, se interpreta que la prioridad es el crecimiento frente a la inflación.

Pero la inflación en Europa está sin control: por ejemplo, se acaba de publicar un crecimiento de los precios de producción en Alemania del 26%, lo que provoca que o bien las compañías se queden sin márgenes, o intenten trasladarlo al cliente final. Aunque por ahora no se ve que se esté trasladando según los últimos datos del IPC en Alemania (7.5%). En cualquier caso, una inflación inaceptable que cuanto más tarde el BCE en enfrentar será peor porque la contundencia en política monetaria a posteriori deberá ser mayor. Parece que en

Europa nos pueden ahogar despacito o rapidito. Pero ahogar, al fin y al cabo.

En este otro frente también estamos peor.

### 3. La ralentización macro/micro

Por un lado, los beneficios esperados para 2022, tanto de [EE. UU](#) como de [Europa](#), siguen en agregado siendo elevados y todavía no se han revisado a la baja en términos absolutos. Es decir, se esperan más o menos los mismos beneficios para 2022 ahora frente hace tres meses.

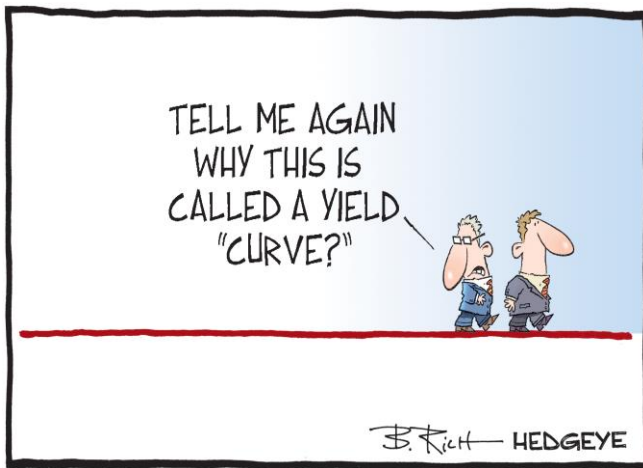
Puede parecer contraintuitivo que, a pesar de la que está cayendo, el consenso no estime menores beneficios en 2022. Pero tiene una explicación: los incrementos de estimaciones al alza del sector energético están siendo tan fuertes (desde 28% de crecimiento esperado hace tres meses hasta 65% ahora) que compensan los descensos que se están produciendo en sectores como Consumo Discrecional, Financieras o Industriales entre otros. El foco de preocupación está ahí, pero no es aparente en términos agregados.

Por el lado macro, la mejora gradual de los indicadores de actividad de antes de la guerra [ha empezado a desvanecerse](#) e incluso, durante el mes de marzo se han acelerado las [revisiones a la baja](#) de estimaciones de PIB en todo el mundo.

Este mayor pesimismo se traslada a la renta fija y la curva de tipos de interés americana. El aplanamiento de la curva es preludio de dificultades en el corto plazo; en este caso se ha producido porque el bono a dos años ha subido en rentabilidad más que el diez

años (220 puntos básicos frente a 90 en los últimos seis meses).

Este comportamiento parece indicar unas expectativas de crecimiento e inflación "ancladas" a largo plazo, pero en el corto descuenta una rápida y agresiva subida de tipos, con el potencial riesgo de recesión si resulta excesiva la intervención del banco central.



Y precisamente ésa empieza a ser la lectura del mercado porque finalmente en marzo la curva dejó de estar plana y llegó la temida inversión, que suele ser el mejor [indicador adelantado de recesión](#). Después de muchos años no está claro si este indicador es causa o efecto de recesión. Pero sí parece evidente que es una señal a partir de la cual, a modo de profecía autocumplida, los agentes económicos reorganizan las expectativas a la baja de consumo e inversión.

No parece que estemos en el frente macro y micro mejor que hace unos meses.

Resumiendo: tenemos la inflación disparada, enquistándose y empezando a afectar a la renta disponible real de los consumidores y los márgenes de las compañías. Lo que se traduce

inevitablemente en menores beneficios y en una ralentización de la economía. Y en paralelo los bancos centrales haciendo equilibrios para, en cuanto tengan la mínima oportunidad, frenarla porque a partir de este punto puede degenerar en problemas sociales serios (y en el proceso cometer un error de política monetaria y provocar una recesión autoinfligida).

Por todo lo anterior, mantenemos en nuestras carteras el posicionamiento conservador que adoptamos el pasado octubre. Y existe la posibilidad de volvernos aún más conservadores en el corto plazo reduciendo adicionalmente parte de nuestra exposición a Europa. Este posicionamiento se basa en que somos incapaces, por ahora, de construir un escenario positivo (sobre todo en Europa). No somos capaces de justificar en el corto plazo algún catalizador positivo que provoque una subida de beneficios, un incremento del múltiplo o una gran recuperación del crecimiento.

Una intimidad de VARIANZA: normalmente, cuando analizamos los distintos escenarios, sus implicaciones y probabilidades, hacemos un esfuerzo importante por contradecir nuestra propia tesis central. Es una especie de [regla del décimo hombre](#) en la que uno está obligado a defender una posición totalmente contraria. En esta ocasión, es posiblemente la vez que más nos ha costado contradecir nuestra propia tesis, y cuando lo conseguíamos, le dábamos una probabilidad tan baja que convertía el evento en casi imposible. Las tres que se nos ocurren son:



- Que Vladimir Putin, sea de la forma que sea, dejase de ser presidente de Rusia. Facilitaría el cambio de narrativa de occidente para levantar las sanciones y poder restituir, aunque sea en el corto plazo, el suministro regular de materias primas y comercio que diera tranquilidad al mercado en términos de inflación y crecimiento.
- Que Europa anunciara un gran plan fiscal, estructurado y detallado para la transición energética que represente la semilla de la mutualización de deuda europea. Sería el momento perfecto para terminar de construir una Unión Europea que todavía cojea en el frente fiscal y que daría un giro de 180 grados al posicionamiento europeo de los próximos años.
- Que China anunciara un gran programa de estímulos monetarios y fiscales que no solo reviertan su recién estrenado estancamiento, sino que promoviera la estabilidad global.

No hay que perder la esperanza de ver cosas absolutamente impensables. Los políticos tienen la infinita capacidad (o hipocresía) de dar giros imposibles. Como ejemplo, hay que recordar que en 2014 [Putin anexionó ilegalmente Crimea](#) e inició una guerra por el Donbás en donde, entre otras barbaridades, [Rusia derribó un vuelo regular que cubría la ruta de Ámsterdam a Malasia matando a 298 personas](#). El mundo se rasgaba las vestiduras: se le expulsó del G8, se sancionó a un sinnúmero de funcionarios y empresas rusas y se canceló el acceso a tecnología militar. El malestar en occidente

era serio y profundo. No era para menos porque representaba una inaceptable nueva guerra fría. Años después (todavía con las sanciones, Crimea anexionada y la guerra del Donbás más viva que nunca con 14.000 muertos de balance) teníamos la lamentable escena de compadreo en el palco de la final del mundial del fútbol de 2018 entre Kolinda Grabar (presidenta de Croacia), Emmanuel Macron (presidente de Francia) y Gianni Infantino (presidente de la FIFA) para sacarse la foto con Putin.

Foto no disponible

En fin, mientras dure la penitencia por haber mirado a otro lado y entablado relaciones con un sátrapa, creemos que hay que mantener la prudencia hasta ver precios tan bajos que compensen incrementar el riesgo en carteras o algún giro de la situación que permita tener mayor visibilidad.