

“Change is the law of life. And those who look only to the past or present are certain to miss the future”

– John F. Kennedy –

Milton Friedman decía que la [impresión de dinero es como el alcoholismo](#). En ambos casos los efectos buenos aparecen primero y los malos, pasado un tiempo. Es por ello por lo que hay una gran tentación a excederse con ambos. Cuando se intenta remediar la situación sucede lo contrario: si paras de beber o de imprimir dinero son los efectos malos los que aparecen primero y solo a largo plazo aparecen los buenos. Por eso es tan duro persistir en la cura.

Desde nuestro punto de vista, nos encontramos en pleno síndrome de abstinencia: inmersos en lo malo sin entrever un lado positivo en este enorme proceso de restricción monetaria global. [Cerramos nuevamente un trimestre dramático en cuanto a comportamiento de los activos](#)¹: tanto la renta variable como la renta fija [cierran el trimestre batiendo récords](#) de caídas y comportándose como si fueran un mismo activo.

Los *yields* de renta fija empiezan a parecerse a los de épocas olvidadas. En EE. UU. por ejemplo el bono a dos años ha cerrado el trimestre en el 4,2% o el tipo de interés real a diez años en el 1,6% cuando apenas nueve

meses atrás estaban en 0,6% y en -1,1% respectivamente.



Decía Jerome Powell en una de sus comparencias durante el trimestre que [“...the clock is ticking...the public will start to just naturally incorporate higher inflation into its economic decision-making. And our job is to make sure that doesn't happen...”](#)

En nuestra opinión, aquí es donde está el primer problema de la indigestión del mercado: la velocidad. Lo complicado de este proceso de restricción monetaria no es tanto el nivel absoluto al que se quiere llegar con los tipos de interés, sino la velocidad a la que se tiene que llegar. Para prevenir que los consumidores interioricen una elevada

¹ Durante el último trimestre la renta variable global cayó un 6,6% (-26,4% YTD) en EE. UU. un 5,3% (-24,8% YTD) y en Europa un 4,8% (-20,5% YTD) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente. Por el lado de la renta fija cayeron los bonos soberanos en USD 4,3% (-13,1% YTD), un 5,1% en EUR (-16,7% YTD) y en Renminbi subieron un 1,6% (3,5% YTD). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 5,1% (-18,7% YTD) y en Europa un 3,1% (-14,6% YTD). El High Yield perdió en EE. UU. un 0,6% (-14,7% YTD) y en Europa 0,3% (-14,7% YTD). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 4,5% (-23,7% YTD) y los emergentes corporativos en dólares un 4,2% (-19,7% 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.

inflación hay que frenarla en seco y, para ello, el proceso tiene que ser rápido y creíble.

El segundo problema viene del hecho de que después de tantos eufemismos por parte de la FED el mercado no asume que lo que se busca es una recesión (o un parón importante). Para frenar el círculo vicioso de la inflación se tiene que forzar un cambio en el comportamiento de los consumidores: tienen que sufrir en términos de renta disponible y de riqueza (real o aparente) y dejar de consumir e invertir al ritmo actual. Es decir, los salarios, empleos, mercados financieros y vivienda tienen que empeorar hasta el punto de generar un cambio en los hábitos actuales. Lo busca la FED, pero no es políticamente correcto decir en público que se va a forzar ese cambio...

*"With manners comes insincerity.
Truth is sometimes difficult"*

– Bono –

Creemos que la subida fuerte del mercado en verano generó una mayor contundencia por parte de la FED a posteriori. El mensaje inicial de Powell en junio se interpretó, agarrándose a un clavo ardiendo, como la llegada del esperado [Pivot de la FED](#), lo que hizo subir el mercado transmitiendo la idea de que lo peor podría haber pasado. Lo que se estaba consiguiendo con la subida de tipos, lo destruía el mercado con su *rally*. La FED intervino a final de agosto [en su reunión de Jackson Hole con un mensaje contundente](#) que provocó la caída de todos

los activos. La determinación y dirección de la FED quedó clara.



Comentábamos en nuestra última [newsletter](#) el ejemplo de [Charles Gave](#) comparando la restricción monetaria con la pesca con dinamita. Este proceso provoca que cuando se produce la explosión (es decir, empieza la restricción monetaria) son los peces pequeños los que aparecen de inmediato en la superficie, pero solo 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 del proceso. Decíamos entonces que nos faltaba, en este proceso de restricción monetaria histórico, la ballena. La gran víctima del reajuste monetario que inevitablemente tenía que estarse gestando bajo la superficie.

Durante las últimas semanas, hemos tenido un par de avisos como Credit Suisse y las especulaciones sobre su posible insolvencia o, más relevante todavía, los problemas en los planes de pensiones ingleses tras presentar el nuevo gobierno una batería de medidas fiscales poco trabajadas y a destiempo.

Esto último es especialmente relevante porque ha abierto la caja de pandora poniendo de manifiesto tres riesgos que hasta ahora pasaban desapercibidos:

1. El abuso de política fiscal de los gobiernos, muy tentador en este contexto, opera en sentido contrario a la restricción monetaria: es inflacionario, con lo que se agrava el riesgo de que los bancos centrales tengan que ser aún más contundentes en el corto plazo. Es decir, si nos siguen subvencionando la energía el banco central subirá más el precio del dinero y la hipoteca será aún más cara para que dejemos de gastar.
2. Los fuertes movimientos de tipos de interés tienen un límite y pueden dejar una víctima que podría ser inasumible. El problema con los fondos de pensiones ingleses es que tienen un tamaño de \$1,5T (un poco más que el PIB español), y ha provocado que el Banco de Inglaterra salga al rescate para evitar un evento autodestructivo estilo 2008 (para quien quiera, [aquí](#) tiene una explicación fácil y didáctica del problema).
3. El déficit y la sostenibilidad de las deudas soberanas son un riesgo real y acuciante. Aunque los gobiernos piensen que se pueden estimular las economías ilimitadamente, antes o después habrá que cotizar el riesgo en el que muchos países van incurriendo gradualmente. La ortodoxia financiera termina por imponerse, y prueba de ello es que, al menos en parte, el gobierno inglés ha

reculado y se ha visto forzado a retirar parte de sus medidas. Pensamos que este tema no se ha cerrado y quedan coletazos pendientes. No hay objetivo más atractivo para los *hedge funds* que juntar en la misma apuesta divisa, deuda, riesgo sistémico, un país sin muchas reservas y unas instituciones empeñadas en algo poco ortodoxo.



Por todo ello, seguimos inmersos en un proceso de restricción monetaria histórico, con los riesgos que conlleva. Es momento de parar y pensar dónde estamos, qué riesgos están descontados y, sobre todo, el sentido patrimonial que pueden tener para las inversiones a largo plazo.

Nuestro posicionamiento defensivo actual proviene de valorar a final del año pasado tres claves sobre las que el mercado mostraba una gran complacencia en un momento de valoraciones excesivas:

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

Comentábamos en la última newsletter que, a medida que caía el mercado, las dos primeras claves pasaron de no existir para el

mercado a ser la primera preocupación. Una vez interiorizadas las dos primeras, decíamos que nos faltaban las revisiones de beneficios. No entendíamos cómo la inflación extrema no provocaba más *profit warnings* y revisiones a la baja de estimaciones del consenso.

Pues bien, durante el último trimestre hemos visto *profit warnings* llamativos como el de FedEx, Micron, Nike, Ford, etc. Igualmente hemos visto un [ajuste en las estimaciones de beneficios del consenso](#). En concreto en EE. UU. han bajado un 6% para el tercer trimestre y un 4% para el cuarto. Para el año 2023 los beneficios estimados también se han reducido un 4%. En Europa empiezan ahora a revisarse a la baja. Siendo conscientes de que aún se tienen que rebajar más, creemos que es relevante que el proceso haya comenzado.

Con todo ello, entendemos que las tres claves han sido interiorizadas en gran parte por el mercado. Una vez sucede esto dejan de ser un riesgo relevante dado que el problema queda ya incorporado en los precios.



Por tanto, vemos elementos incipientes que nos hacen ser menos pesimistas. Aunque entendemos que no se revierten

totalmente los problemas en el corto plazo, sí creemos que son elementos capaces de provocar un cambio gradual en las expectativas de largo plazo. Estos elementos son:

1. Creemos que ya no tiene sentido el famoso TINA (*There is no alternative*). Durante los últimos años se repetía el mantra de comprar renta variable como única opción posible para obtener rentabilidad. Con los tipos a cero o negativo, aun no estando de acuerdo con esta postura, tenía cierto sentido. Pero ahora, con un bono americano a dos años al 4,2%, el mantra pierde vigencia porque son niveles atractivos que deberían encontrar compradores y por tanto estabilidad, y facilitar la construcción de carteras conservadoras. Esto a su vez debería traducirse en estabilidad para las valoraciones del resto de activos. De hecho, hay nichos de renta fija que estamos aprovechando para comprar. Por ejemplo, los subordinados bancarios con una rentabilidad agregada en euros del 12,6%².
2. Tipos de interés reales normalizados al 1,5%. Cuando estábamos con tipos reales al -1% los múltiplos que se pagaban por la renta variable estaban disparados. El riesgo era que, como consecuencia de una restricción monetaria, los tipos reales subieran y actuaran como una losa en las valoraciones. Por el contrario, una vez se han normalizado los tipos reales, los múltiplos ahora son más razonables.

² Bloomberg European Banks CoCo Tier 1 TR Index Unhedged Eur

3. La estimación del consenso para los tipos de interés en 2023 ahora nos parece creíble. Hasta hace pocas semanas, la curva de tipos anticipaba subidas hasta el 4,25% durante el primer trimestre de 2023, pero la FED acababa bajándolos hasta el 4,15% antes de acabar ese mismo año. Era algo que nos mantenía en alerta porque ponía de manifiesto que el mercado no estaba comprando el mensaje de la FED de unos tipos elevados durante un periodo de tiempo largo. Ahora la situación se ha estabilizado, y se espera que se mantengan elevados a lo largo de 2023.
4. La [narrativa](#) de la inflación debería cambiar en las próximas semanas. Por un lado, [la normalización acelerada de las cadenas de suministro](#) debería empezar a notarse en unos menores precios. Por otro, después de una caída desde máximos de metales industriales del 35%³, del petróleo del 37%⁴, de precios de agricultura del 15%⁵ y la [presión en los precios de la vivienda](#), sería razonable que los mecanismos que han operado a favor de la inflación hicieran lo contrario a lo largo de los próximos meses.
5. La liquidez es aún muy amplia. El nivel de infrponderación en activos de riesgo es histórica y la [liquidez que está esperando es inmensa](#). Por ejemplo, los Money Market Funds tienen \$ 4,6T en liquidez cuando lo normal es \$2,5T o los bancos americanos con un exceso de liquidez de \$6,4T ([en 2008 el exceso era de \\$250B](#)).
6. Valoraciones de la renta variable. Quizás sea el punto más polémico porque creemos que todavía quedan revisiones a la baja y por tanto un ajuste adicional. Igualmente, el hecho de que ahora existan alternativas de inversión con sentido patrimonial provoca que no haya prisas por entrar en renta variable. Sin embargo, con una visión de largo plazo, podemos decir que, aunque finalmente tengamos una recesión leve (como así creemos) el PER esperado actual de 16x y de 10,8x para el S&P500 y Stoxx600 respectivamente se ajustaría al alza a niveles parecidos o ligeramente por encima de la media histórica de 17x y 14x.

Como hemos dicho en muchas ocasiones en las que hemos tenido que comprar en plenas caídas: no sabemos si es el mejor momento para comprar, pero sí sabemos que es un buen momento. Tenemos algo más de la mitad del peso en renta variable que el que podríamos llegar a tener. Nuestra idea es ir incrementándolo gradualmente, tanto en inversión directa como vía fondos de terceros. Por el lado de la renta fija ya estamos aprovechando oportunidades como CoCos europeos y la parte corta de la curva USD.

Empezamos gradualmente a recuperar niveles de riesgo anteriores. Como decíamos al principio, el mercado es un alcohólico en pleno síndrome de abstinencia, pero vemos que está recuperando la compostura poco a poco.

³ London Metal Exchange Index

⁴ European Crude Dated Brent Spot y US Crude Oil West Texas Index Spot

⁵ Bloomberg Agriculture Index