

*"If everybody is thinking alike, then somebody isn't thinking."*

– General George Patton –

La segunda ley de la termodinámica establece que la entropía (es decir el desorden o aleatoriedad) en un sistema cerrado, y en ausencia de fuerzas externas, tiende a aumentar con el tiempo.

En mercados financieros este concepto se puede aplicar para referirse al grado de aleatoriedad en el movimiento de precios de un mercado o un activo.

Pues cerramos un semestre en mercados cumpliendo con la segunda ley a pies juntillas, hasta arriba de entropía e incrementándose: parece que los activos reaccionan de forma aleatoria y su cotización no se corresponde con lo que creemos que es una realidad preocupante.

La renta variable<sup>1</sup> y la renta fija corporativa<sup>2</sup> suben como si no hubiera un mañana, soportadas por el consumo, unos resultados empresariales menos malos de lo esperado y el hype de la inteligencia artificial (IA).

Los activos suben hasta cerrar el semestre en EE. UU. a solo un 10% del máximo histórico, pico de una de las mayores burbujas de toda la historia. Y en Europa a un 7%. La subida del mercado está guiada **exclusivamente por la expansión de múltiplos en compañías tecnológicas**, y en parte tirando del resto de industrias en el proceso. Es decir, estamos al mismo nivel que en septiembre de 2021, pero como los beneficios han caído ligeramente, las valoraciones son aún más altas.

Las predicciones, alertas y riesgos de principios de año se dejan de lado porque el mensaje que resulta de la subida de los mercados es de *avanti a tutta forza*. Todo lo que estaba encima de la mesa no importa:

- La subida (por ahora) del 5,25% en los tipos de interés en EE. UU. y del 4% en Europa no le afectan a nadie.
- Las mayores tasas de inflación en 40 años son un bache transitorio y pronto se llegará al 2%.
- La mayor reducción de liquidez de la historia por parte de bancos centrales no tiene grandes implicaciones para empresas y consumidores.
- El proceso de desglobalización actual deshaciendo las dinámicas de comercio de los últimos 20 años no tiene impacto.



<sup>1</sup> Durante el último trimestre la renta variable global subió un 7,5% (14% ytd), en EE. UU. un 9,9% (15,9% ytd) y en Europa un 1,6% (8,7% ytd) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente.

<sup>2</sup> Por el lado de la renta fija cayeron los bonos soberanos en USD 0,9% (1,6 ytd), subieron un 0,4% (2,5% ytd) en EUR y en Renminbi subieron un 1,8% (2,7% ytd). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 0,4% (3,2% ytd) y en Europa un 0,8% (2,2% ytd). El High Yield ganó en EE. UU. un 2,6% (5,4% ytd) y en Europa 1,8% (4,4% ytd). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 2,2% (3,9% ytd) y los emergentes corporativos en dólares un 1,0% (2,6% ytd) (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 guerra de Ucrania se va encapsulando como un evento sin consecuencias sobre el resto del mundo.
- La subida de los costes hipotecarios, en Estados Unidos a máximos de 20 años y en Europa de 15 años, no es tan grave.

Es curioso ver cómo estas dinámicas están deteriorando rápidamente la economía, y en paralelo las cotizaciones reflejan un escenario ideal en donde el consumo y la IA contrarrestan cualquier debilidad.

Con esta reacción de los activos se va gradualmente construyendo una narrativa de euforia que los inversores tienen que tragarse por miedo a perderse las subidas, retroalimentando el proceso y transformando en inservibles los indicadores clásicos que se utilizaban para anticipar una recesión. Por ejemplo:

- **Curvas invertidas:** da igual la que se tome, la 3m-5y, la 2y-10y, la 5y-30y, etc. Todas apuntan a un inminente parón.
- **Indicadores adelantados** de actividad en niveles donde siempre se ha producido una recesión.
- **Crecimiento de la masa monetaria** en mínimos históricos y, en general, en negativo en todo occidente.
- Indicadores de **actividad industrial** señalando una fuerte debilidad.
- Los bancos anunciando que los **estándares de crédito se endurecen** afectando ya a empresas y particulares.
- **Capacidad de compra de vivienda** deteriorándose y cerca de niveles de 2007.
- El **ritmo de quiebras en EE.UU.** acelerándose peligrosamente.

Y otros muchos indicadores que nos dicen que estamos a las puertas de una recesión, pero que parecen obviarse ante esta nueva narrativa que todo lo puede.

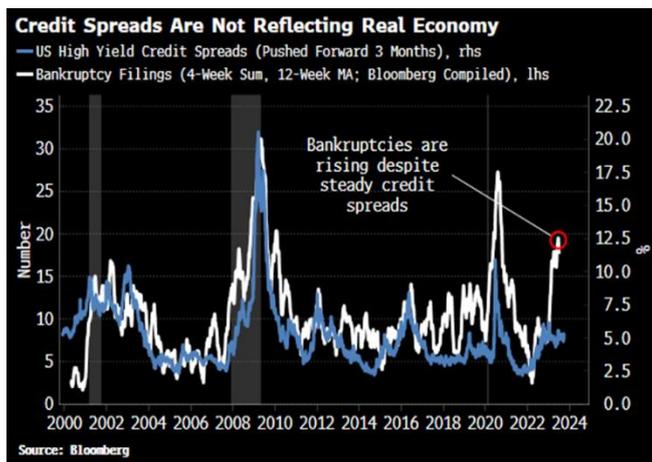


En paralelo, se dan una serie de anomalías que añaden fragilidad al sistema, incrementando la probabilidad de tener un susto:

- La aceleración en los tipos de interés reales hasta el actual 1,6% (desde los mínimos de abril del 1%) debería haber frenado la expansión de múltiplos. Sin embargo, desde abril toda la reacción del mercado se ha basado en expansión de múltiplo y no en aceleración de beneficios. De hecho, la estimación de beneficios para 2023 ha caído en el semestre un 3,5%.
- Las expectativas de inflación a largo plazo están muy ancladas desde hace un año en el entorno del 2,5%. Esto parece indicar que el mercado da por concluido el capítulo de subidas de tipos de interés sin importar si finalmente suben un cuarto de punto adicional o dos. Está cerrado y solo se fija en el crecimiento. Esto provocaría en nuestra opinión que si, por alguna razón, se tuvieran que retomar las subidas por una inflación descontrolada, el mercado reaccionaría

violentamente. Debería servir de ejemplo que países como Reino Unido, Canadá o Nueva Zelanda han tenido que, **contra todo pronóstico, acelerar nuevamente las subidas de tipos.**

- La volatilidad está anormalmente baja, añadiendo una distorsión a los diferenciales de crédito que no terminan, en nuestra opinión, de reflejar la fragilidad económica actual. Las quiebras en EE.UU. suben gradualmente, los estándares crediticios se endurecen ¿pero los diferenciales de crédito no repuntan?



- El acuerdo sobre el techo de deuda en EE.UU. implica que se vaya a emitir deuda por parte del Tesoro americano por importe récord de \$1T hasta septiembre, lo que debería resultar en una **menor liquidez y mayores costes en el sistema financiero**, sin embargo, el mercado parece no cotizarlo como un riesgo inminente. A esto hay que añadir una deuda y déficits crecientes en los países desarrollados que hay que financiar mucho más caro que antes.



Es verdad que **hemos subestimado el nivel de ahorro de empresas y particulares tras la pandemia.** Aunque se estén retirando estímulos de forma masiva, la bolsa de liquidez ahorrada sigue siendo importante. Este fenómeno, unido al elevadísimo nivel de empleo, mercados en máximos y el precio de las viviendas que no termina de corregir, provoca que la sensación de riqueza y expectativas sea tan grande que genera una **insensibilidad a las subidas de tipos de interés nunca vista.**

Sin embargo, desde nuestro punto de vista la narrativa actual está instalada en datos retrasados y generando una falsa sensación de seguridad y unas expectativas que no se corresponden con el momento del ciclo en el que nos encontramos. Expectativas construidas sobre un apoyo fiscal gratuito, unos patrones de consumo poco sostenibles y un mercado laboral artificial que deberían revertir a la normalidad. **Puede que la bolsa de liquidez pendiente sea grande, pero los ahorros se están consumiendo rápidamente y el ritmo de retiradas de liquidez continúa.**

Al estar toda esta euforia basada en indicadores retrasados, lo que parecía una insensibilidad a tipos de interés puede súbitamente revelarse como una gran mentira para seguir bailando en la fiesta.

*"It takes two to lie; one to lie and one to listen."*

*– Homer Simpson –*

Desde nuestro punto de vista, a partir de este momento hay dos caminos posibles:

El primero es que la IA, el consumo y empleo sigan guiando la narrativa lo que implica que todos los agentes económicos sigan gastando e invirtiendo con alegría. Este proceso provocaría un repunte de la inflación realimentando el endurecimiento monetario de los bancos centrales, lo que nos llevaría a tipos de interés todavía más elevados y a caídas de los activos del estilo de 2022.

El segundo sería que se empezase a cotizar la debilidad económica existente con caídas de los activos, y en donde los bancos centrales no pudiesen bajar los tipos de interés porque la inflación aún no lo permite. Sería cotizar el escenario de estanflación en el que nos encontramos.

El mercado, sin embargo, está instalado en una tercera vía que consideramos insostenible: descuenta que hemos iniciado un nuevo ciclo económico en donde los bancos centrales ya han alcanzado los tipos máximos y en unos

meses será inevitable que los empiecen a reducir. Por arte de magia y sin que acontezca ningún evento dramático en los mercados, los bancos centrales empezarían a bajar los tipos de interés. La economía aguantaría porque el empleo ha entrado en un nuevo paradigma de fortaleza y la tecnología suple cualquier debilidad en el resto de las industrias.

Decíamos en nuestro último Trimestral que creemos que los bancos centrales requieren de la presión suficiente en forma de caída del consumo, incremento del paro, pánico en el mercado financiero o de la vivienda para ceder y hacer un *Pivot*. Seguimos pensando que, en esta ocasión, es inevitable que hasta que alguno de estos elementos, o varios al mismo tiempo, no sean evidentes y profundos, difícilmente veremos a la FED o al BCE tomando medidas preventivas bajando los tipos de interés.



Por todo lo anterior, somos incapaces de justificar una subida de riesgo. No encontramos datos suficientes para pensar que el ajuste ha terminado, y observamos con preocupación cómo la complacencia de mercado incrementa los riesgos de que la corrección, cuando llegue, pueda ser más complicada de lo inicialmente prevista.

Mantenemos nuestro posicionamiento conservador. Incluso, hemos bajado el nivel de riesgo durante el último trimestre, bien reduciendo nuestra posición en convertibles en fondos de terceros, bien ajustando a la baja la exposición en renta variable en inversión directa.

Seguimos favoreciendo la renta fija sobre la variable, porque hay nichos de mercado que ofrecen una oportunidad patrimonial atractiva, sobre todo ahora con el nuevo repunte a máximos de las *yields* de mercado.

A pesar de una recuperación parcial, seguimos viendo los CoCos europeos como una oportunidad a largo plazo. Igualmente, mantenemos un riesgo de duración bajo porque seguimos sin estar cómodos jugando con el *timing* del *Pivot* de la FED. Llegado el momento alargaremos duraciones, aun a riesgo de perdernos parte del movimiento.

En renta variable volvemos a preferir compañías value y defensivas frente a compañías *growth*. Regionalmente seguimos bajos en Estados Unidos, neutrales en Europa y sobreponderados en China y su entorno. Seguimos pensando, a pesar de su decepcionante comportamiento, que China debería recuperarse con fortaleza y ser una parte estructural de las carteras a largo plazo.

Como decíamos al principio, la segunda ley de la termodinámica establece que en un sistema cerrado la entropía tiende a incrementarse. La clave está en las fuerzas externas porque son lo único que pueden hacer que se reduzca. En este caso, creemos que esas fuerzas son los datos y la realidad económica que finalmente serán capaces de reducir la falta de sentido en las cotizaciones. En definitiva, menos entropía.

Buen verano a todos.

Pelayo Gil-Turner