

"It is the consistency of the information that matters for a good story, not its completeness. Indeed, you will often find that knowing little makes it easier to fit everything you know into a coherent pattern."

– Daniel Kahneman –

Cerramos un trimestre con un flujo constante de noticias insistiendo en la bajada de tipos de la Fed, la Inteligencia Artificial como el nuevo maná, el "programado" *softlanding*, la inflación remitiendo y los *Magnificent 6* triunfantes (no son siete porque Tesla se ha dejado los dientes con un -30% en el trimestre). Es decir, machaconamente los mismos titulares que tuvimos los últimos dos meses del año pasado. De hecho, es bastante tonto por nuestra parte esperar un resultado distinto con exactamente los mismos titulares. Así que, este trimestre también, el mercado sube como si no hubiera un mañana¹, los diferenciales de crédito se comprimen y la volatilidad² se va a mínimos.

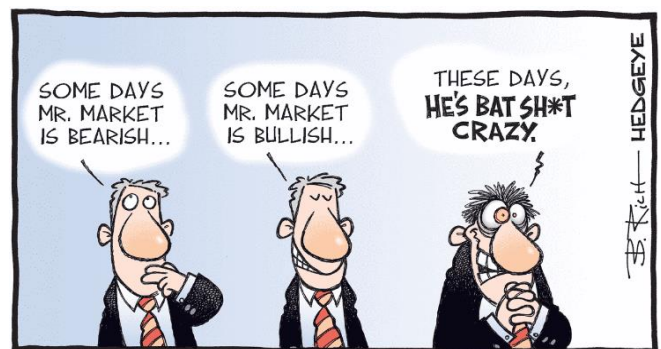
"A reliable way of making people believe in falsehoods is frequent repetition, because familiarity is not easily distinguished from truth."

– Daniel Kahneman –

Dentro del proceso de repetición en el que estamos inmersos, hay pequeñas diferencias que, aunque profundas desde nuestro punto

de vista, el mercado prefiere obviar para vivir plácidamente con las subidas.

Por ejemplo, la más importante para nosotros, es que desde julio hasta octubre del año pasado la renta variable cayó bajo la idea de una economía americana que podía entrar en recesión con tipos de interés altos durante más tiempo. Pero llegó la Fed y su cuestionable pivot, y con un pequeño comentario el mercado pasó de descontar tres bajadas de tipos durante 2024 a estimar seis. Esto provocó un rally de la renta variable a nuevos máximos históricos que en dos meses salvó 2023. Pero durante los primeros meses de 2024 la Fed ha ido recogiendo carrete con sus comentarios, forzando al consenso a descontar algo menos agresivo. El mercado, receptivo, ha comprado la idea y ahora espera otra vez tres bajadas de tipos; ¿qué hace el mercado para deshacer esa expectativa equivocada? Subir aún más...



¹ Durante el último trimestre la renta variable global subió un 8,3%, en EE. UU. un 10,2% y en Europa un 7% para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija cayeron los bonos soberanos en USD un 1%, un 0,3% en EUR y en Renminbi subieron un 2%. En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 0,4% y en Europa subieron un 0,5%. El High Yield ganó en EE. UU. un 1,5% y en Europa 1,5%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 1,7% y los emergentes corporativos en dólares un 2,2% para 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.

² El índice Vix cerró el trimestre en 12,45 cuando la media de los últimos 30 años es 18 (con un mínimo de 8,5 y máximo de 89).

Nuestra interpretación de esta inconsistencia es que al mercado le ha dejado de importar si Jerome Powell baja más o menos los tipos, la clave es que los empiece a bajar. Es decir, siempre y cuando no se retome el escenario de subidas, el mercado no se va a fijar más en esta variable. El nuevo hueso que roer es el crecimiento.



Y ahí hemos de admitir cierta mejoría que puede justificar el optimismo del consenso porque recientemente se ha visto una mejora en los datos de crecimiento. Nada alocado, pero una mejora. Entre ellos tenemos las [curvas invertidas](#), los [indicadores adelantados](#), el [crecimiento de la masa monetaria](#), la [actividad industrial](#) o los [estándares de crédito](#). Sin embargo, otros muchos siguen apuntando a recesión, como por ejemplo: la [capacidad de compra de vivienda](#), el [ritmo de quiebras en Estados Unidos](#) o el ritmo de [impagos en tarjetas de crédito](#).

Esta ligera mejora viene acompañada de una tasa de desempleo resiliente. Aunque ha empeorado [recientemente del 3,7% al 3,8%](#), sigue siendo una tasa cerca de mínimos históricos.

Así que, ¿por qué preocuparse? El crecimiento se acelera, hay pleno empleo y la Fed está a punto de bajar los tipos de interés. Un plan sin fisuras...

Pero decíamos al principio que para nosotros hay diferencias clave con los últimos meses del año pasado. Y esa diferencia es la inflación. En este momento la inflación ya no remite al ritmo que se esperaba, y menos aún como lo hacía en 2023. A final de año se estimaba que acabaríamos este primer trimestre con una inflación del 2,9% y finalmente será del 3,2% y subiendo. La inflación subyacente (la que importa) no baja del 3,9%, los salarios siguen al 5%³ y las materias primas se aceleran...

Por alguna razón que se nos escapa, la Fed y el consenso insisten en que hay que bajar los tipos alegando que son muy restrictivos... si son tan restrictivos ¿por qué hay pleno empleo, la inflación no termina de caer y el crecimiento incluso mejora? ¿Para qué correr el riesgo de acelerar la inflación con una bajada de tipos de interés que parece preventiva? ¿Presión política? Powell sabrá, pero lo que parece asegurado es una primera bajada en junio.

"To understand error in judgment, we must understand both bias and noise."

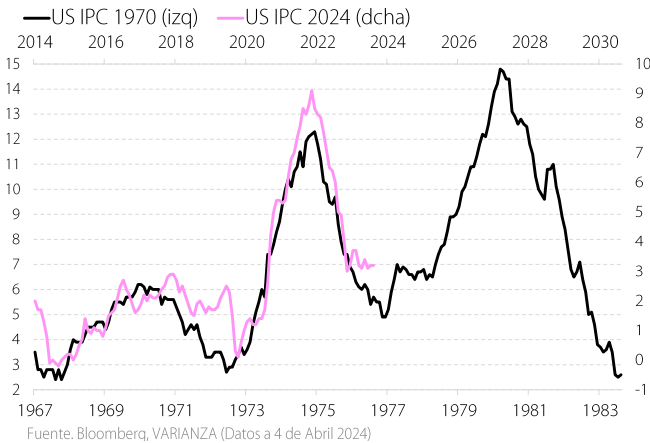
– Daniel Kahneman –

Aquí cabe recordar que incluso el gran [Paul Volcker bajó en falso los tipos de interés](#) en 1980 y se vio forzado a subirlos de nuevo aceleradamente porque la inflación le comía

³ <https://www.atlantafed.org/chcs/wage-growth-tracker>

por los pies. La segunda ronda de subidas fue más dolorosa por la credibilidad perdida en la primera. No es el mismo contexto, pero el patrón de la inflación se parece...

La inflación de EE. UU. en riesgo de repuntar como en los 70's



Entonces la economía era un desaguisado y la segunda ronda provocó una dura crisis. Hoy, sin embargo, la vulnerabilidad está en las valoraciones. Como consecuencia del pivot de la Fed los múltiplos se han expandido, pero no los beneficios. En EE. UU. el múltiplo ha pasado de 19,4x a 21,6x⁴ mientras la estimación de beneficios para 2024 se ha revisado a la baja en 0,4%⁵ (en Europa se incrementa ligeramente de 14,5x a 15x).

Por el lado de la renta fija, el bono a diez años cerró 2023 al 3,8% y ahora está al 4,2%. En una economía normalizada, y haciendo el número "gordo", este debería reflejar a largo plazo aproximadamente la suma del tipo de interés real y la inflación. Estimamos que la inflación media debería ser del 3% (y no del 2%). Si le sumamos una media normalizada de tipos reales razonable del 2,1% (promedio previo a la crisis de 2008) resultaría en que todo apunta en la dirección de volver al 5%.

Es decir, tenemos un mercado fijándose en la primera derivada, pero no en la segunda. La primera derivada es que la subida de tipos no produce un daño severo al crecimiento y que ya hemos pasado el punto de riesgo en el que algo se rompe con las subidas de tipos. Por tanto, la renta variable sube y los diferenciales de crédito se comprimen alejando el riesgo de recesión. Pero la segunda derivada, y aquí es donde el mercado no está, es que la economía se reacelera y con ella la inflación. Esto provocaría que la Fed no pudiera iniciar el proceso de bajadas de tipos. Y ojo porque se incrementa la probabilidad de que el próximo movimiento sea de subida y no de bajada.

Vemos una complacencia alta y un mercado sobrecomprado que no está preparado para una gran decepción. Vemos que la renta fija soberana puede seguir cayendo y que los diferenciales de crédito se puedan ampliar desde mínimos. Y, sobre todo, vemos riesgo a una eventual caída en renta variable. Es más, incluso cumpliéndose las expectativas de tres bajadas, no encontramos catalizadores adicionales para justificar más subidas: ni por expansión de múltiplo ni por incremento de beneficios ¿un clásico *sell on the news*?



⁴ Según factset el consenso espera un beneficio a cierre de 2024 de \$243,6. El cierre de trimestre del S&P500 ha sido del 5254. Resulta en un FY2024 PER de 21,6x

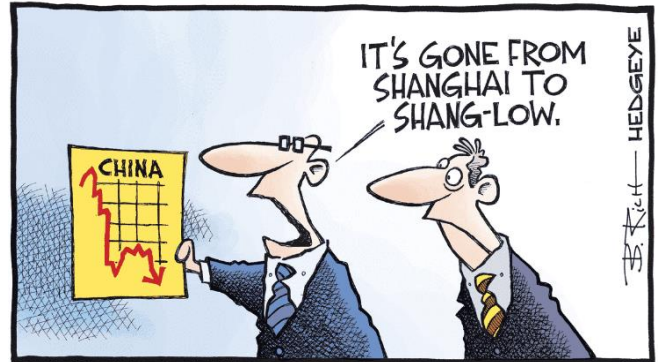
⁵ https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_032824.pdf

El caso macro europeo es algo distinto, en donde ya es evidente la [falta de crecimiento y de catalizadores](#). Europa, atrapada entre su inmovilismo, el dinamismo americano y la industrialización china, necesita una respuesta contundente en forma de aún más estímulos fiscales, bajadas de tipos o un conejo de la chistera. Porque Europa, si no, se ahoga. El problema en este proceso es que la inflación es global, y el crecimiento local. Creemos que se van a tener que hacer juegos malabares para reconducir nuestra [ilimitada capacidad de pegarnos un tiro en el pie](#). El consenso descuenta para 2024 cuatro bajadas de tipos hasta el 3,5% (empezando antes del verano). En nuestra opinión esta expectativa tiene una mayor justificación que en el caso americano.

En paralelo, China estabiliza su crecimiento, y cede el flujo de noticias negativas en favor de un mayor interés por el mercado dadas las valoraciones a las que ha llegado⁶. Tras [múltiples medidas](#) tomadas por el gobierno ([aunque ninguna de ellas con la contundencia que demandaba el consenso](#)), la economía gana tracción. Los últimos datos, tanto los de actividad industrial como los de servicios, [apuntan a una recuperación](#). Y, como consecuencia, el consenso sube las estimaciones de crecimiento de PIB esperado para 2024 desde el 4,6% hasta el 4,8%.

El mercado chino comenzó el trimestre con mal pie, pero se ha recuperado gradualmente y, desde los mínimos de febrero, la renta variable rebota cerca de un 15%⁷. Esperamos que sea una recuperación sostenida y no un

pequeño rebote dentro del calvario de caídas que acumula ya desde hace tres años.



Decíamos en nuestra [última newsletter](#) que nos hubiera gustado afrontar 2023 con un mayor peso en renta variable, pero por prudencia no lo hicimos. Vamos a seguir prudentes a la espera de una eventual corrección en renta variable antes que incurrir en el riesgo de perseguir un mercado que, en nuestra opinión, se encuentra sobrecomprado y con una alta complacencia.

En paralelo, y a la espera de ese momento, seguimos pensando que hay que apoyarse en la renta fija de corto plazo que ofrece, por primera vez en muchos años, un *carry* interesante. Incrementaremos la duración cuando veamos el bono a diez años americano en niveles entorno al 5,25%.

Buen trimestre a todos.

Pelayo Gil-Turner Smith

Pd. Si habéis llegado hasta aquí, veréis que todas las citas son del recién fallecido Daniel Kahneman. Probablemente una de las personas que más ha aportado a la economía y las finanzas junto con Adam Smith, David Ricardo, Keynes, Hayek o Friedman. Muy recomendada su lectura.

⁶ El Han Seng Index está a un PER forward 12 meses de 8,1x frente a la media histórica de 11,4x

⁷ Shanghai Shenzhen CSI 300 Index