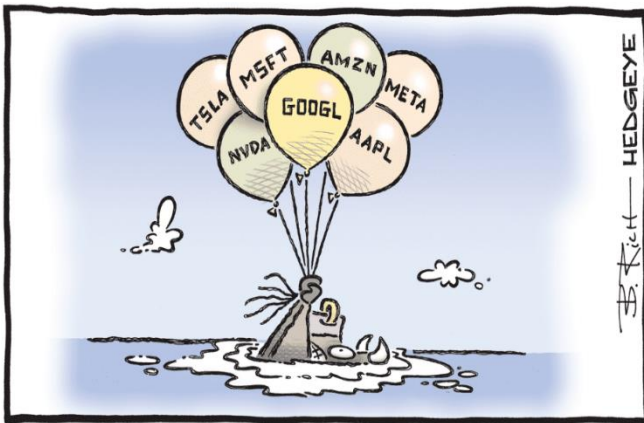


"Solo cabe progresar cuando se piensa en grande, solo es posible avanzar cuando se mira lejos."

– José Ortega y Gasset –

Cerramos un trimestre guiado de nuevo por las apariencias, en donde no importa si los riesgos bajo la superficie tienen forma de elecciones presidenciales, guerras, inflación, déficits o valoraciones excesivas. El mercado imprime un ritmo nunca visto con unas pocas compañías que consiguen mantener la compostura de los índices. El mercado no hace prisioneros y, hoy más que nunca, la prudencia no tiene recompensa. Así que, un trimestre más, el mercado sube¹ con una Inteligencia Artificial (IA) que todo lo puede.



Hay una vieja parábola que aparece en multitud de textos filosóficos orientales, y de la que se encuentran diferentes versiones, que explica bien la situación actual:

Un día un rey congregó a un grupo de sabios, todos ellos ciegos, para que definieran qué es

un elefante. Cada sabio tocó una parte diferente del animal e intentó describirlo:

El primer sabio tocó la trompa y dijo: "un elefante es como una serpiente." Otro tocó la oreja y comentó: "un elefante es como un gran abanico." Un tercero tocó una pierna y exclamó: "un elefante es como el tronco de un árbol." El cuarto tocó el costado y dijo: "un elefante es como una pared." El último tocó la cola y afirmó: "un elefante es como una cuerda.". Esta parábola viene a expresar la importancia de considerar múltiples puntos de vista para obtener una comprensión más completa de la realidad.

Pues bien, adaptándolo a la situación actual, los sabios serían los gestores y el elefante la IA. En donde, dependiendo de donde se "toque", se pueden obtener interpretaciones diferentes sobre qué es la IA y las implicaciones que tiene para la economía.

Por un lado, tenemos a la "vieja economía", repleta de compañías, centradas en bienes, intensivas en activos, dependientes de los ciclos de *capex*, con una gran sensibilidad a tipos de interés, con márgenes menguantes, y dependientes de unos patrones de consumo volubles.

¹ Durante el último trimestre la renta variable global subió un 3% (ytd 11,6%), en EE. UU. subió un 3,9% (ytd 14,5%) y en Europa cayó un 0,2% (ytd 6,8%) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD un 0,1% (ytd -0,9%), cayeron un 1,3% en EUR (ytd -2,0%) y en Renminbi subieron un 1,8% (ytd 3,8%). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 0,1% (ytd -0,5%) y en Europa subieron un 0,1% (ytd 0,5%). El High Yield ganó en EE. UU. un 1,1% (ytd 2,6%) y en Europa 1,3% (ytd 2,8%). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 0,2% (ytd 1,9%) y los emergentes corporativos en dólares un 1,3% (ytd 3,5%) 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.

Por otro, tenemos una “nueva economía” basada en las compañías tecnológicas y la IA que no dependen tanto de los bienes, menos cíclicas, con amplios márgenes, visibilidad en el crecimiento, y con un *capex* insensible a los tipos de interés porque las compañías se autofinancian con las paladas de *free cash flow* generadas orgánicamente.

Así que, dependiendo de dónde se mire, tendremos una economía u otra. Dos bandos cada vez más polarizados en términos de sensibilidad a las noticias, el múltiplo al que cotizan y la relevancia en los índices.



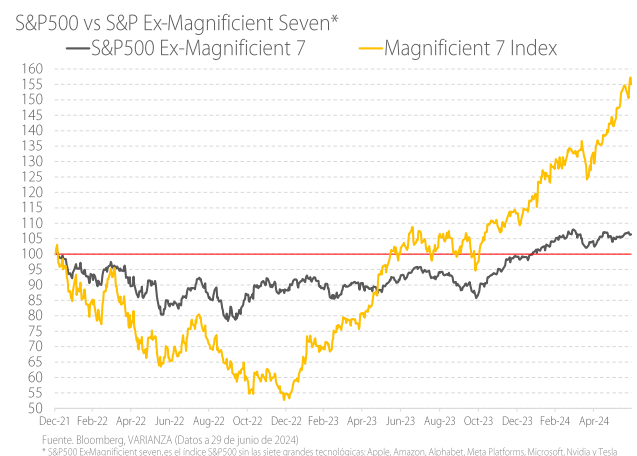
De hecho, la afirmación inicial de que el mercado ha subido es engañosa. En EE. UU. por ejemplo, el Russel 2000 pierde en el trimestre un 3,6%, y el Russell Value y el Russell Growth acaban con caídas del 3,6% y 2,9% respectivamente. Incluso el índice S&P500, pero el *Equal Weighted*, termina el trimestre con caídas del 3,9%.

Si se observa el mercado en agregado, vemos unas valoraciones cerca de máximos con un PER estimado de $21 \times^2$ en EE. UU. y una estimación de beneficios para final de 2024 que ha caído un 1% en los últimos seis meses.

Sin embargo, si se analiza el mercado por separado, la foto cambia bastante:

- Por un lado, vemos cómo siete compañías que representan la nueva economía (Microsoft, Nvidia, Apple, Amazon, Meta, Google y Tesla) han eclipsado cualquier número. Su comportamiento supone más del 50% del retorno del índice este año, con una subida de beneficios del 35%. Estas siete compañías están a un PER estimado de $35 \times$ y han subido en lo que va de año un $37\%^3$.
- Por otro lado, tenemos a la vieja economía (representada por 493 compañías) y su estimación de beneficios cayendo un 5% en lo que va de año y cotizando a un PER medio estimado 2024 de $19 \times^4$.

Es decir, bajo la superficie vemos que esa vieja economía ha sufrido en línea con las perspectivas negativas de sus beneficios y de una parte de la economía. Esto se ve reflejado en el comportamiento prácticamente plano desde que se inició el ajuste hace dos años y medio, frente a siete compañías con un crecimiento completamente asimétrico.



² Segun FactSet el consenso estima unos beneficios para el año 2024 de \$260, lo cual implica un PER de $20,5 \times$ a final de trimestre cuando el S&P500 cerró en 5460.

³ Índice Bloomberg Magnificent 7 Price Return Index. Datos de Bloomberg.

⁴ Índice S&P ex Magnificent 7 Index de UBS. Datos de Bloomberg.

Nosotros, subestimando el efecto de esta nueva economía, y con una inflación subyacente que no consigue bajar del 3,4%, estimábamos una presión en márgenes que provocaría una caída adicional de beneficios.

Este contexto, junto con las alarmas de los indicadores clásicos como la capacidad de compra de vivienda, las curvas invertidas, los indicadores adelantados, el crecimiento de la masa monetaria, la actividad industrial o los estándares de crédito, nos llevaba a un ejercicio de prudencia en el que estimábamos que, tácticamente, tenía sentido adoptar un sesgo conservador, posicionándonos en compañías que estuvieran baratas en absoluto y en relativo. Esto es, sobreponderar inversiones en China y su entorno, el sesgo *Value* en EE. UU. y la renta fija corporativa occidental y emergente.



Desde nuestro punto de vista, un comportamiento del mercado tan poco intuitivo solo se explica porque los inversores están interiorizando varios conceptos:

- Se estima que la IA es el mayor salto en productividad de los últimos años, y no merece la pena hilar fino con las valoraciones de corto plazo.

- Los indicadores clásicos de recesión no funcionan con este nuevo paradigma de la IA que basa su crecimiento en otros factores.
- La inflación al 3,5% es temporal o es algo con lo que se puede convivir sin que presione mucho los márgenes a la baja.
- La Fed, pase lo que pase, tiene un sesgo a la baja en tipos de interés. Mientras esto sea así, no importa que baje seis veces o una: lo importante es que baje. Además, si hubiera problemas en el camino, la Fed y las instituciones nos salvarían (como siempre) con un chorro de liquidez.

Creemos que, al menos en parte, la interpretación anterior es acertada. Por si fuera poco, los mensajes confusos se suceden y complican el tener un posicionamiento contundente en esta economía con dos caras. Por ejemplo, tenemos datos contradictorios sobre el consumo recuperándose en forma de "K" (esto es: una parte de la población con dinámicas de consumo muy fuertes y otra con serios problemas), o los fondos de private equity captando más capital que nunca, pero con crecientes dificultades para vender sus posiciones y devolver capital a los inversores. Igualmente, los Indicadores Adelantados que siguen apuntando a debilidad en términos absolutos, pero se recuperan desde los mínimos⁵ de principios de año.

Todos los argumentos anteriores se acumulan para complicar la conclusión a la que llegamos hace dos trimestres: que hay

⁵ Conference Board Leading Indicators

que subirse a este mercado, pero hay que hacerlo en el momento apropiado.



En paralelo, el mercado chino y su entorno ha subido en el trimestre un 8% y un 18% desde los mínimos de enero⁶. Como parte de nuestro proceso de recoger carrete con nuestras desviaciones tácticas de posicionamiento, decíamos que no seríamos tan exigentes con la recuperación de este mercado para reducir nuestra sobreponderación. Estamos cerca ya de reducir el peso, aunque teniendo en cuenta que seguiremos invertidos por entender este mercado como un pilar central de la inversión para el medio y largo plazo.



Recopilando nuestra opinión, creemos que:

- La inflación, aunque relativamente controlada, persistirá en un nivel más alto que las últimas dos décadas: vemos las

dinámicas de Des-globalización, Des-carbonización y Des-dolarización como profundas, a largo plazo y puramente inflacionarias.

- Los tipos de interés se estabilizarán en niveles ligeramente por debajo de los actuales, pero niveles altos al fin y al cabo.
- La economía es capaz de tener un funcionamiento normal tanto con inflación en niveles medios del 3% como con tipos estructuralmente más altos.
- En un contexto de crecimiento razonable, inflación controlada, fuerte impulso fiscal y querencia por bajar los tipos de interés, los múltiplos pueden mantenerse altos durante más tiempo.
- El efecto de la IA es real, y supone un incremento de la productividad transversal a todas las compañías (no solo a la grandes tecnológicas), que imprime un nuevo paradigma al crecimiento.
- Escogiendo el momento apropiado, hay que subirse a este mercado porque aun existiendo riesgos en el horizonte, vemos que hay una parte de la economía que ya ha cotizado esos riesgos.

En este mercado, más que nunca, hay que ver más allá de lo aparente para tener una comprensión completa de la situación. Compleja, con múltiples puntos de vista cada vez más polarizados, pero donde se puede ser razonablemente optimista.

Feliz verano a todos.

Pelayo Gil-Turner Smith

⁶ MSCI AC Asia Ex-Japan Index. Datos de bloomberg