

“Even if you are a minority of one, the truth is the truth.”

– Mahatma Gandhi –

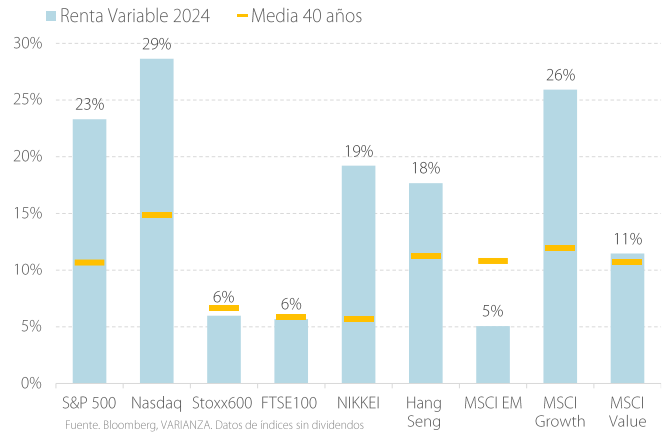
Cerramos el año del [American Exceptionalism](#), ese concepto ambiguo y abstracto que sugiere que Estados Unidos es una rareza histórica en donde todo se justifica porque están llamados a jugar un papel único en el mundo. Y sin duda lo han jugado en este 2024 porque cualquier comparación con los americanos se queda corta. Todo sube, pero sobre todo Estados Unidos y el dólar¹.



Ese *American Exceptionalism* parece ser la principal motivación de los inversores desde hace tiempo ya que, a ojos de éstos, el resto de los países padece una crisis existencial que los convierte en no-invertibles. Sin embargo, no es tanto el mal comportamiento de otros, sino más bien lo extraordinario del americano. Por ejemplo, Europa con todos sus malos titulares ha subido un 6% frente a un 6,5% de media anual de los últimos cuarenta años (sin dividendos). Tal es el comportamiento

positivo americano que incluso ha eclipsado el año récord de China y Japón.

Variación renta variable 2024 vs media



Desde nuestro punto de vista hemos tenido tres eventos que han marcado el año: (1) el inicio de las bajadas de tipos de la Fed, (2) los estímulos de China y (3) la elección de Trump.

1. Lo de la Fed está por ver si ha sido un chiste o una jugada maestra. A inicios de año se esperaban seis bajadas de tipos, de 0,25% cada una, empezando en marzo. Finalmente se han bajado tres veces, empezando en septiembre con un peligroso e innecesario 0,5% antes de las elecciones (¿un intento de ayudar a los demócratas?). Y dado que la inflación subyacente no bajaba del 3,3%, Powell [recogía carrete en diciembre lanzando un mensaje menos optimista](#) sobre la velocidad de las bajadas. En paralelo, el crecimiento de PIB de 2024 del 2,7% era el

¹ Durante el último trimestre la Renta Variable Global cayó un 0,9% (ytd 18%), en EE. UU. subió un 2,1% (ytd 23,3%) y en Europa cayó un 2,9% (ytd 6%) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija cayeron los bonos soberanos en USD un 3,1% (ytd 0,6%), un 0,1% en EUR (ytd 1,9%) y en Renminbi subieron un 2,5% (ytd 7,5%). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 3% (ytd 2,1%) y en Europa subieron un 0,9% (ytd 4,7%). El High Yield ganó en EE. UU. un 0,2% (ytd 8,2%) y en Europa 1,8% (ytd 8,2%). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 1,5% (ytd 7%) y los emergentes corporativos en dólares cayeron un 1,5% (ytd 7%) 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.

principal centro de atención (nada mal cuando se estaba hablando de una potencial recesión o si se compara con el 0,8% de Europa). Así que, mientras el crecimiento de PIB era razonable y los tipos iban a la baja, la decepción con las estimaciones de bajadas de tipos no tenía efecto sobre la renta variable, aunque sí tenían sobre la renta fija donde los bonos de larga duración acaban, por tercer año consecutivo, [con pérdidas del 8%](#).

- En el último trimestre del año, y tras un calvario económico de tres años, las autoridades chinas parecían coger el dragón por los cuernos con un [plan de estímulo creíble](#). El mercado se recuperó fuertemente llegando a subir un 35% en el año, pero fue perdiendo fuerza a medida que el mercado calificaba de "pequeño" el paquete de estímulos hasta cerrar en un 18%. A pesar de las dudas, parece que estamos ante el inicio del cambio en China.
- La contundente victoria de Trump provocaba que los inversores se lanzaran a cotizar todas las promesas electorales. Es decir, subían las compañías americanas, las criptodivisas, las petroleras y el dólar. En paralelo caían las renovables, Europa, China y todo lo que oliera a damnificados de los anuncios de campaña. Todos los inversores cotizando el *American Exceptionalism*.

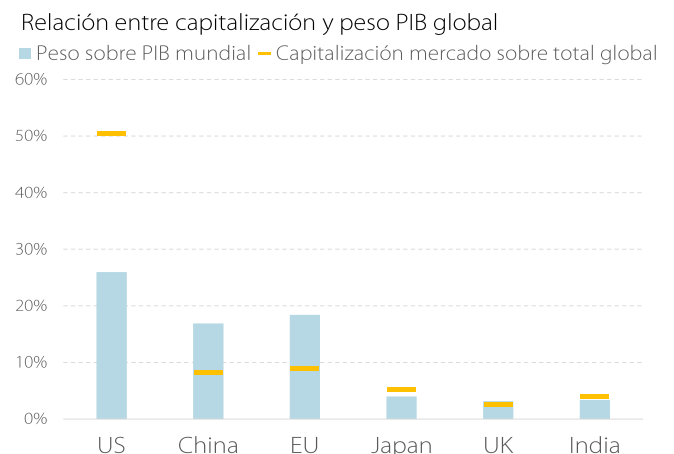
Estos tres eventos dan forma a una *photo finish* que puede resultar engañosa. [¿Es la economía americana excepcional o solo algunas compañías?](#) Por ejemplo, quitando una sola acción al comportamiento del

S&P500 la foto no parece tan excepcional: eliminando Nvidia del índice, incluso la denostada Europa lo hubiera hecho mejor desde mínimos de 2022.



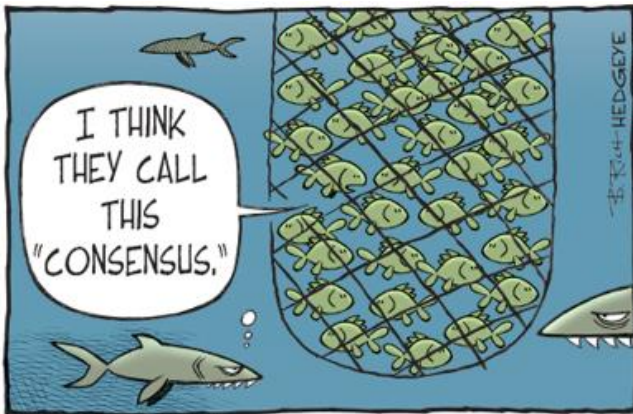
El impulso que imprimen unas pocas compañías a la dinámica americana es extraordinario, pero en el proceso provocan [distorsiones](#) que cuestionan si estamos ante una nueva realidad o un *déjà vu* que finalmente revertirá a la media.

Una forma tangible de medir si el mercado de valores de una economía se está disparando en exceso es comparar la capitalización de mercado de sus empresas con el peso del PIB en el mundo. Al final, el mercado financiero y el valor de sus empresas deberían reflejar el desempeño de la economía, ¿no?



Fuente: VARIANZA, Bloomberg, Banco Mundial y FMI. Datos de capitalización de mercado a cierre de 2024 y PIB nominales a cierre de 2023

Este gráfico viene a representar que el extraordinario comportamiento americano, en detrimento del chino y europeo, es muy superior a lo que representa su relevancia en el PIB global. Una desviación generada por unas pocas compañías (*Magnificent 7*) y por un consenso de mercado obcecado con extender la narrativa de que lo que hasta ahora ha funcionado es lo que va a funcionar... sin importar que el precio de los activos sea obsceno (por alto o por bajo).



La decisión de invertir o no con el consenso se parece a las fiestas de disfraces: si te disfrazas como los demás, aun pareciendo bobo, pasas desapercibido. El lío viene cuando la fiesta no es de disfraces y apareces vestido de Buzz Lightyear. Ahí es donde está el problema: ir en contra del consenso y equivocarse.

Es tan grande la decepción que provoca que pocos inversores encuentran el incentivo suficiente para compensar los riesgos. Sin embargo, está demostrado que la ganancia que se obtiene suele más que compensar los momentos de error. Sobre todo, si invertimos con una visión patrimonialista de largo plazo.

Sin embargo, en los últimos dos años, ir en contra del consenso no ha sido rentable.

Ahora es momento de identificar dónde se encuentra ese consenso para 2025 y valorar si compensa alinearse o no:

1. **Estados Unidos es El Dorado.** Hay varias ideas alrededor de las cuales se amontonan los inversores:
 - Los tipos de interés van a bajar inevitablemente porque la inflación lo permite.
 - Las compañías tecnológicas, aun creciendo menos sus beneficios el año que viene, serán soporte de la economía.
 - Trump implementará todas las promesas electorales consiguiendo un mayor crecimiento de PIB bajando los impuestos, revitalizando el empleo industrial, expulsando inmigrantes e imponiendo aranceles.
 - El déficit americano del 6,5% sostenido no tiene importancia y las valoraciones en máximos históricos es algo que el *American Exceptionalism* se puede permitir.

La situación americana es sin duda única: todo se lleva al extremo. Creemos que existe un riesgo real de repunte de inflación como consecuencia de las políticas de Trump. Pensamos que los tipos de interés no pueden ser tan laxos como estima el consenso y que existe un riesgo de repunte adicional del bono a 10 años incluso por encima del 5%.

Igualmente, creemos que existe riesgo de decepción en las estimaciones de beneficios del consenso del 14,8% para el S&P500 en 2025. En paralelo nos parecen exigentes las valoraciones actuales del

índice a un PER de 24,6x frente a la media de 18x.

Sin embargo, a pesar de esta lógica, en el otro lado de la balanza hay factores positivos, como la enorme sensación de riqueza de los americanos (con los mercados y la vivienda en máximos y un nuevo mercado de criptodivisas de casi \$3T), las ganas de consumir, y la euforia por la elección de Trump, que desaconsejan ir en contra del consenso. En el pasado nos hemos equivocado pensando que era inevitable que los tipos de interés hicieran mella en el consumidor americano. No solo no ha sido así, sino que se ha fortalecido.



2. Europa desaparece. Recientemente escribía [Andrea Orcel un alegato en el FT](#) a favor de Europa y sobre la necesidad de implementar cambios estructurales para revertir lo que antes era una sensación y ahora una realidad: Europa se muere. Y esto es precisamente lo que estima el consenso para 2025:

- El año que viene la Eurozona crecerá (con dificultades) en torno al 1%.

- Los beneficios de las compañías se estima que crezcan un 5,8%² en 2025 y con riesgo de revisión a la baja.
- Alemania y Francia están en plena crisis existencial, industrial y de liderazgo. La burocracia y el coste laboral les come por los pies, frente a una competencia externa mejor y más barata.
- La capacidad de innovación en el corto plazo es limitada y no se ha creado el ecosistema necesario para incentivarla.
- No existen los incentivos necesarios, ni políticos con el liderazgo [para implementar cambios estructurales](#).
- Europa está atrapada entre la dependencia de dos bloques (Estados Unidos y China) y no puede hacer nada en el corto plazo para librarse.
- Los sectores clave de crecimiento no están en Europa, y los pilares industriales sobre los que se basa la fortaleza europea están en cuestión por un elevado coste laboral, energético y falta de innovación.

Es decir, aunque Europa tiene fortalezas, no son suficientes para contrarrestar el empuje de otros bloques y, en el camino, los inversores han perdido la fe.



² Datos derivados de Bloomberg. Stoxx600 Europe Index beneficio de 2024 de 35,89 y estimado de consenso para 2025 de 37,99

Estamos de acuerdo con todo este argumentario del consenso. Es más, siempre hemos defendido que la Unión Europea es un proyecto estupendo en la teoría, pero complicado en la práctica. Antes o después se necesitarán cambios profundos, tal vez con motosierra, para sobrevivir. O los implementamos nosotros o nos obligarán a implementarlos.

Dicho esto, creemos que en este caso compensa ir en contra del consenso. Hay determinados nichos de mercado, de mucha calidad, ventajas competitivas claras, difíciles de replicar, que han caído en precio siendo una oportunidad de largo plazo. Por ejemplo, LVMH, ASML, Nestlé, Novo Nordisk, Inditex, etc. Incluso compañías más locales, como algunos bancos, tienen la calidad suficiente y una buena valoración para invertir en ellas.

Adoptar una posición contra consenso comprando el índice es más difícil, pero incluso así, podría decirse que puede tener sentido. Como hemos visto antes, el peso del mercado europeo sobre su relevancia como PIB global está muy infravalorado (18% peso de PIB frente a 9% de capitalización de mercado); y la valoración está a 14x frente a una media de los últimos cuarenta años de 15,5x. Todo ello soportado por una mayor probabilidad de tipos más bajos en 2025. Todo lo malo en precio, pero nada de lo bueno...

3. China es el nuevo Japón. El consenso sostiene que China sigue forzosamente los pasos de Japón, entrando en un proceso deflacionario debido a varios factores:

envejecimiento de la población, exceso de ahorro y deuda, falta de consumo interno, una débil posición global exacerbada por Trump y una crisis inmobiliaria. Además, la falta de confianza de los inversores nacionales e internacionales harían de China tierra quemada para la inversión.

En líneas generales creemos que el argumentario tiene sentido, pero discrepamos en varios puntos y, dado los niveles extremos de valoración, creemos que aquí también compensa ir en contra del consenso.

Que pueda convertirse en Japón no quiere decir que lo vaya a hacer. Para nosotros, el punto de inflexión lo marcaron las autoridades chinas con los anuncios de estímulos del último trimestre. Reconocen el problema, quieren revertirlo y tienen medios para hacerlo.



Entendemos a China como un bloque de inversión que no se puede obviar y tiene varias cualidades que lo convierten en menos vulnerable de lo que parece:

- Principal socio comercial de más de 120 países y creciendo (el mayor del mundo, por delante de Estados Unidos que es el principal socio de 30 países). Entre ellos,

el sudeste asiático con el 45% de la población global y el 34% del PIB mundial.

- China está globalizándose e invirtiendo masivamente en capacidad productiva en otros países.
- El superávit comercial de China en 2016 era de \$60B mensuales. Hoy, tras una guerra comercial de más ocho años, es de \$90B y se prevé alcanzar el récord de \$1T acumulado en 2024.
- Centrándose en productos de mayor valor añadido, ya es líder mundial en industrias complejas que requieren tecnología e innovación (vehículos, energías renovables, baterías, etc.). Y sigue creciendo.
- Sigue siendo líder en productos tradicionales como acero, aluminio, tierras raras, etc.
- Y, por último, el “arma nuclear” que ayuda a entender que Estados Unidos y China se necesitan:
 - China es el segundo mayor acreedor de deuda de Estados Unidos con cerca de \$1T.
 - Recientemente, China emitió un bono, denominado en USD, en Arabia Saudí al mismo coste que lo hace Estados Unidos. Muestra de lo que puede hacer China con el USD sin contar con los americanos.

Además, las valoraciones en mínimos frente a su propia historia (P/E de 9,5x vs 11,2x), frente a otros mercados y en relativo a su importancia económica en el mundo (17% PIB vs 8% capitalización mercado) le confieren, desde nuestro

punto de vista, el atractivo suficiente para ir en contra del consenso.



El año 2024 ha sido complejo, e ir en contra del consenso no ha sido del todo rentable. Creemos que este año tampoco deberíamos ir en contra del consenso en lo que a Estados Unidos se refiere, pero que hay margen de maniobra haciéndolo en Europa y China. Sobre todo, cuando se tiene una visión de largo plazo.

Con todo esto tenemos una visión moderadamente positiva en renta variable (con los sesgos antes mencionados). En renta fija vemos que el optimismo actual ha llevado quizás demasiado lejos los spreads de crédito, pero, como vemos un bajo riesgo de recesión, cualquier repunte sería una oportunidad para comprar más. En soberanos estamos negativos en los tramos largos por los riesgos de repunte de tipos antes mencionados. Sin embargo, vemos valor en la parte corta como alternativa a una menguante rentabilidad de la liquidez. Finalmente, en renta fija emergente seguimos positivos, sobre todo en corporativos asiáticos en divisa local.

Feliz año a todos.

Pelayo Gil-Turner Smith