

*"Life doesn't imitate art; it imitates bad television"*

– Woody Allen –

El primer trimestre del año fue el de la "euforia", el segundo el de la "calma tensa" y este tercero que cerramos el de la "ansiedad"<sup>1</sup>.

Los inversores empiezan a hiperventilar porque las expectativas perfectas que teníamos, dignas de una obra de arte, poco a poco se bajan a la realidad y se dan cuenta del barrizal que tenemos todavía por delante. Es entonces cuando, donde todo eran risas, se pierde convicción y uno se percata de que no resulta buena idea estar con el máximo riesgo posible en uno de los mercados con las mayores valoraciones de la historia.

vulnerable por valoraciones altas. Decíamos entonces que *"...creemos que las preocupaciones sobre crecimiento e inflación del mercado son fundadas, pero lo vemos como la segunda derivada... no pensamos que sea el momento para descontar esa derivada"*.

Pues bien, además de unas valoraciones altas, creemos que ha llegado el momento de prestar atención a esa segunda derivada. Por ello, a final de septiembre hemos reducido aún más el riesgo adoptando un posicionamiento conservador hasta que tengamos algo de visibilidad. Consideramos imprescindible, antes de volver a subir peso en renta variable, ganar claridad en las cinco cuestiones que consideramos son clave:

1. El estímulo monetario se acaba
2. La inflación se acelera
3. La macro se ralentiza
4. Los beneficios están en peligro
5. Los tipos de interés reales al alza

1. El estímulo monetario se acaba con la última reunión de la FED, más *hawkish*<sup>2</sup> de lo previsto, en donde se introduce un nuevo régimen de restricción monetaria. Se



En nuestra última [newsletter](#) anunciábamos que bajamos nuestro nivel de riesgo como medida de prudencia ante un mercado

<sup>1</sup> Durante el último trimestre la renta variable global cayó un 0,4% y subió tanto en EE. UU. 0,2% como en Europa un 0,4% (MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente). Por el lado de la renta fija, se mantuvieron sin cambios los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. y en Europa subieron un 0,1%. Al mismo tiempo, el High Yield ganó en EE. UU. un 0,9% y en Europa 0,6%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 0,7% y los emergentes corporativos en dólares también cayeron un 1,6% (BB Barc US Corporate TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barc Corp HY TR Index, BB Barc Pan-European HY TR Index, BB Barclays Emerging Mkts Sovereign TR Index y BB Barc Emerging Markets USD Aggregate Corporate Index respectivamente).

<sup>2</sup> <https://www.investopedia.com/terms/h/hawk.asp>

empezaría con el *tapering*<sup>3</sup> a final de este año, y una expectativa de una subida de tipos a final de 2022, tres en 2023 y otras tres en 2024. En paralelo, hay 14 bancos centrales de países emergentes y 3 de desarrollados subiendo ya tipos de interés para evitar, como en otras ocasiones, que la FED y sus efectos les cojan con el pie cambiado.

El gran soporte vital de los activos en la última década han sido los estímulos monetarios. De ahí nuestra preocupación por la retirada y las dudas sobre cómo reaccionarán los activos a una menor liquidez circulando. De hecho, el crecimiento de la masa monetaria ha tocado techo y suele ser buen indicador de lo que sucede a continuación con la renta variable.



2. La inflación se acelera y permanece elevada durante más tiempo de lo inicialmente previsto. La narrativa del mercado y la FED es que la inflación elevada es transitoria y en unos meses debe volver al entorno del 2% - 2,5%. Nuestra estimación es muy parecida, pero pensamos que se quedará en el entorno de un rango superior, del 2,5% - 3%.

Pero estas creencias se están poniendo en entredicho porque cada día se suman nuevas presiones inflacionistas que tienen una difícil solución a corto plazo: escasez de chips, problemas en la cadena de suministro, falta de trabajadores y unos precios de la energía y materias primas desbocados.

Y si hay algo que el mercado no lleva bien es una inflación sin control. Entre los que destacan los alemanes que sacan a relucir la tara intergeneracional que dejó (y con razón) la República de Weimar<sup>4</sup>. Y cuando ven números como estos les entra un sudor frío...

### German inflation hits 29-year high

Harmonised index of consumer prices (annual % change)

— German harmonised index of consumer prices



Source: European Central Bank  
© FT

Todavía el mercado no cree que estemos en un punto de descontrol, pero poco a poco se ajusta a una mayor probabilidad de ver una inflación alta que provoque una espiral que traslade las subidas de precios a los consumidores, y éstos a su vez, reclamen mayores salarios. Para rizar el rizo, esta presión de inflación coincide con una expectativa de crecimiento de PIB menor...

<sup>3</sup> <https://www.investopedia.com/terms/t/tapering.asp>

<sup>4</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Hyperinflation\\_in\\_the\\_Weimar\\_Republic](https://en.wikipedia.org/wiki/Hyperinflation_in_the_Weimar_Republic)

3. La macro se ralentiza gradualmente, y junto con la inflación anterior, hace que el mercado descuenta un riesgo de estanflación<sup>5</sup>.

Que el *momentum* macro se ralenticé es algo previsible tras un rebote histórico que ha permitido recuperar el crecimiento perdido por la pandemia. Lo crítico es que la ralentización se combina con un problema grave en la cadena de suministro (que limita el incremento de oferta) y unos precios de las materias primas disparados que pueden transformar la ralentización en parón.



Hacemos un pequeño inciso para hablar de China. Durante la última década, una ralentización del PIB de occidente contaba con el “comodín” del crecimiento chino.

Cuando nuestra economía se paraba, los chinos estimulaban la suya y aportaban la demanda necesaria para que la rueda siguiera girando. Ahora la situación es bien distinta, con la determinación de un gobierno chino en evitar burbujas y desequilibrios al estilo occidental de 2008.

Ese afán regulatorio lleva a problemas de corto plazo como la situación de Evergrande<sup>6</sup>. Actualmente hay dos escuelas de pensamiento con respecto a la situación: la que cree que se avecina un “efecto Lehman” y la que piensa que “aquí no pasa nada”. Nosotros nos situamos entre medias:

- I. Por un lado, pensamos que es difícil ver un riesgo sistémico global porque la situación es consecuencia de una regulación concreta para conseguir compañías menos apalancadas<sup>7</sup>. El gobierno puede revertir o conceder una moratoria temporal porque son compañías solventes, pero con falta de liquidez. En paralelo, el gobierno tiene la capacidad económica y experiencia para contener la situación (lo han hecho en el pasado con compañías en problemas). Y finalmente, la economía china es más cerrada y vemos difícil que los riesgos financieros salpiquen al resto del mundo.
- II. Por otro, pensamos que el crecimiento de corto plazo se va a ver afectado y que el gobierno va a tener que hilar fino para evitar una recesión<sup>8</sup>. Somos optimistas y pensamos que el gobierno está sacrificando crecimiento de corto plazo para conseguir a largo plazo una economía más equilibrada y menos apalancada.

<sup>5</sup> <https://www.investopedia.com/terms/s/stagflation.asp>

<sup>6</sup> <https://www.wsj.com/articles/chinas-evergrande-debt-crisis-sizing-up-a-big-mess-11633253402>

<sup>7</sup> <https://www.ft.com/content/19e5002a-7ac8-45c8-ae7c-e33bcf731939>

<sup>8</sup> <https://www.ft.com/content/ea1b79bf-cbe3-41d9-91da-0a1ba692309f>

Algo así como lo que se decía que tenía que haber hecho España en 2006 para evitar la burbuja inmobiliaria.

—  
*“Sanity and happiness are an impossible combination” – Mark Twain –*  
 —

Para saber si hay problemas de verdad en China, creemos que es interesante utilizar como termómetro los bonos soberanos y el yuan... que no han dejado de subir durante estos últimos meses de festival regulatorio.

En definitiva, en esta ralentización de PIB actual no podemos contar con China y la situación se puede agravar con una inflación disparada. El temor es que los bancos centrales tengan que decidir entre subir tipos de interés aceleradamente y controlar la inflación o terminar de ahogar el crecimiento de PIB. Un dilema que tiene mala salida y que se va instalando en la mente de los inversores.



Y la consecuencia lógica es que la expectativa de crecimiento de beneficios empiece a revisarse...

4. Los beneficios están en peligro porque por un lado las valoraciones están descontado un escenario perfecto de crecimiento de beneficios hasta el infinito<sup>9</sup>, y por otro, el incremento de costes energéticos, de materias primas y los problemas de las cadenas de suministros (durante más tiempo del esperado) deberían reducir los márgenes y llevarnos a un repunte de *profit warnings*<sup>10</sup> durante el último trimestre del año (sobre todo en sectores industriales y de consumo). Y, como consecuencia, una rebaja de estimaciones de beneficios que, después de un récord de cinco trimestres consecutivos de subidas<sup>11</sup>, puede incluso ser sano.

Actualmente el consenso estima que el crecimiento de beneficios esperado para 2021 es del 43% para el S&P500 y del 45% el Stoxx600. Adicionalmente, se espera casi un 10% de crecimiento adicional para ambos en 2022. No nos parece imposible de conseguir, pero antes necesitamos algo de claridad como para descontar valoraciones al límite.

Y, finalmente...

5. Los tipos de interés reales deberían subir o lo que viene siendo lo mismo, comprobar si la gravedad funciona. Hasta ahora las valoraciones, sobre todo de compañías

<sup>9</sup> El S&P500 está a un forward P/E de 20,1x frente a una media de los últimos 5 años de 18,3x y de 10 años de 16,4x, un 10% y 20% de prima respectivamente.

<sup>10</sup> <https://www.investopedia.com/terms/p/profitwarning.asp>

<sup>11</sup> [https://www.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight\\_100121.pdf](https://www.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_100121.pdf)

*growth*<sup>12</sup>, han subido como un globo de helio con la excusa de unos tipos reales incomprensiblemente deprimidos.

Con la expectativa actual de inflación y crecimiento la única dirección que somos capaces de justificar para los tipos nominales es hacia arriba. Creemos que tarde o temprano tiene que producirse un proceso de normalización en tipos que difícilmente pueden justificar una expansión de múltiplos desde los niveles actuales. Todo lo contrario, tienen que presionar a la baja el múltiplo que se paga por los mismos beneficios. A modo de regla de "número gordo", cada 0.5% de incremento del bono a diez años americano supone una caída del 4% del índice S&P500 (todo lo demás constante).



Para concluir, creemos que las únicas excusas que puede encontrar el mercado hoy para seguir subiendo son:

1. Que los estímulos fiscales calen profundamente y el mercado asuma que son capaces, en el corto y largo

plazo, de sustituir a los estímulos monetarios para reactivar la economía.

2. Que China, nerviosa ante la volatilidad de corto plazo, implemente medidas de estímulo y revierta su proceso regulador. Y con ello consiga generar un impulso adicional de la economía global.
3. Que entremos en la madre de todas las burbujas, en donde todo da igual salvo los flujos de inversores que lleven a las valoraciones a territorio nunca visto.
4. Que la confianza de la sociedad encuentre impulso adicional en un tratamiento para el Covid-19 que elimine el riesgo de nuevas olas y se consiga con ello solucionar los problemas de la cadena de suministro.

Nosotros por ahora preferimos dar un paso atrás hasta ganar visibilidad sobre alguna de estas cinco cuestiones clave (lo cual estimamos llevará de seis a doce meses) y no fiar todo a unas posibilidades remotas y débiles a día de hoy. Tras un año razonable en términos de rentabilidad y, ante las incógnitas que tenemos por delante, creemos que no compensa enfrentar la situación con el riesgo en renta variable al máximo.

<sup>12</sup> Las compañías Growth tienen un valor terminal de mayor peso en la valoración y, por tanto, mayores tasas de descuento afectan más a la valoración presente