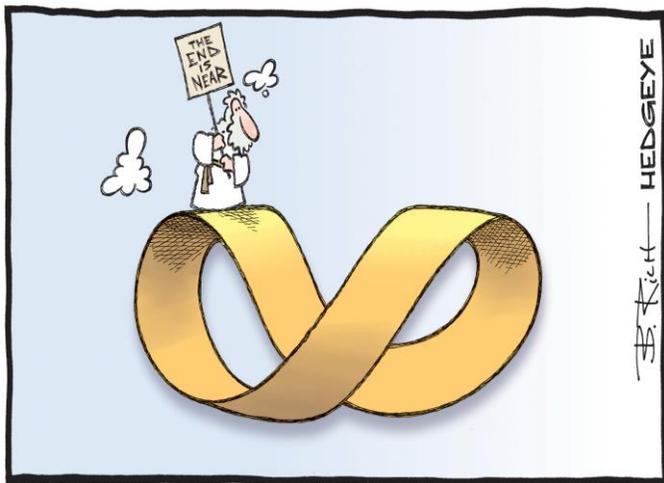


*“The problem with the world is that intelligent people are full of doubts. While the stupid ones are full of confidence” – Charles Bukowski –*

Acabamos un trimestre de calma tensa. El mercado aguanta la respiración con cada dato que se publica, cada vez que la FED habla o cuando algún comentarista de renombre, lleno de convicciones y sin mucho que perder, alerta sobre la inminente gran debacle que se nos viene encima. Y mientras tanto todos los activos cierran el trimestre con fuertes subidas<sup>1</sup>.



La tensión se percibe en cada esquina del mercado: por ejemplo, acciones y bonos se mueven al unísono cuando deberían hacerlo en dirección opuesta (tenemos la mayor correlación a 90 días entre bonos y acciones

en EE. UU. de los últimos veinte años)<sup>2</sup>. Al mismo tiempo, la correlación entre acciones *Value* y *Growth* es la más baja de los últimos 25 años<sup>3</sup>. También lo vemos en el coste de la cobertura ante caídas de renta variable, que es la más alta desde que existe un registro<sup>4</sup>.

La madre de todas las tensiones la encontramos en el bono americano a 10 años y su relación con la inflación y el crecimiento. El mercado espera una inflación a diez años del 2,4%<sup>5</sup>, y un crecimiento de PIB con una fuerte recuperación para los dos próximos años para después quedarse cerca del crecimiento máximo potencial<sup>6</sup>. Y, sin embargo, el bono a diez años parece tener vida propia, no siendo capaz de ir más allá del 1,7%. Por si fuera poco, después de que la FED anunciara en junio un posicionamiento más restrictivo, adelantando la expectativa de subida de tipos a 2023<sup>7</sup>, ¡la yield del bono cayó hasta cerrar el trimestre en el 1,5%! Ningún sentido... algo así como adelgazar cinco kilos después un atracón de donettes.

Son mensajes opuestos: por un lado, la expectativa de inflación, las materias primas,

<sup>1</sup> Durante el último trimestre la renta variable global subió un 7,3% en EE. UU. un 8,2% y en Europa un 5,4% (MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente). Por el lado de la renta fija, subieron los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. un 3,5% y en Europa un 0,3%. Al mismo tiempo, el High Yield ganó en EE. UU. un 2,7% y en Europa 1,4%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 4,4% y los emergentes corporativos en dólares también subieron un 2,1% (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://mcusercontent.com/3463db02e6ea62c65eefe94ea/files/b953ab3d-2fce-d851-0e4f-f922773174f2/90d\\_equities\\_and\\_bonds\\_correlation.pdf](https://mcusercontent.com/3463db02e6ea62c65eefe94ea/files/b953ab3d-2fce-d851-0e4f-f922773174f2/90d_equities_and_bonds_correlation.pdf)

<sup>3</sup> [https://mcusercontent.com/3463db02e6ea62c65eefe94ea/files/3de79d4d-b3e3-7da4-f98c-37844eba5f68/Growth\\_and\\_Value\\_correlation.pdf](https://mcusercontent.com/3463db02e6ea62c65eefe94ea/files/3de79d4d-b3e3-7da4-f98c-37844eba5f68/Growth_and_Value_correlation.pdf)

<sup>4</sup> [https://mcusercontent.com/3463db02e6ea62c65eefe94ea/files/3dcf50a9-ba3e-6c7e-3117-a646be7d5770/Equity\\_hedge\\_costs.pdf](https://mcusercontent.com/3463db02e6ea62c65eefe94ea/files/3dcf50a9-ba3e-6c7e-3117-a646be7d5770/Equity_hedge_costs.pdf)

<sup>5</sup> US Breakeven inflation 10y (USGGBE10 Index)

<sup>6</sup> PIB estimado por el consenso del 6,6%, 4,1% y 2,3% para 2021, 2022 y 2023 respectivamente.

<sup>7</sup> <https://www.cnbc.com/2021/06/16/the-federal-reserve-now-forecasts-at-least-two-rate-hikes-by-the-end-of-2023.html>

las expectativas de tipos de interés y el crecimiento apuntan a una economía recuperándose fuertemente y estabilizándose. Pero por el otro, un jarro de agua fría del bono a diez años que nos dice que no hay crecimiento contundente ni inflación. Por si esto no fuera suficiente, las valoraciones de la renta variable están en máximos históricos (igual que en la burbuja tecnológica<sup>8</sup>) sostenidas por unos tipos de interés reales en negativo.



Para nosotros, el problema actual es precisamente intentar sacar conclusiones a largo plazo de lo que consideramos que es un proceso de reajuste de los activos tras el movimiento de mercados más radical de la

historia. Preferimos distanciarnos del consenso y verlo desde un ángulo distinto tratando de reducir el problema a lo más básico e importante. Para nosotros, lo fundamental es el crecimiento y la inflación.

Primero, y una vez vemos cómo evoluciona la vacunación, el crecimiento de PIB parece que se acelera y las estimaciones a futuro no paran de subir. Se ve en la actividad industrial, en la inversión, en las tasas de movilidad, en la confianza del consumidor y en el crecimiento de los beneficios<sup>9</sup>. Todos en máximos. Y aunque es razonable que se produzca una cierta normalización desde estos niveles extremos, las métricas siguen siendo buenas. Con un apoyo monetario y fiscal incondicional, no parece difícil cumplir con las expectativas de crecimiento en los próximos meses (y años).

El único riesgo que vemos al crecimiento está en Europa y en sus políticos *amarrateguis* que pretenden reabrir la economía cuando haya "riesgo-cero". "Si mi abuela tuviera ruedas... sería mi vespino".

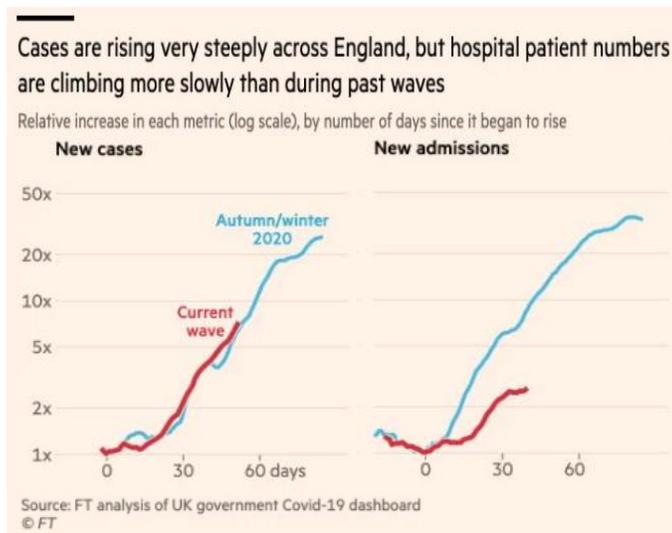
La tasa de población con al menos una vacuna en EE. UU. es del 53% y en Europa del 50%<sup>10</sup>. A pesar de estar en niveles parecidos, la recuperación de la actividad americana es muy superior a la europea. Una vez más, Europa es víctima de su compleja liturgia y necesita que alguien mueva ficha primero.

<sup>8</sup> <https://www.multpl.com/shiller-pe>

<sup>9</sup> ISM Manufacturing PMI 61,2 y Markit Eurozone Manufacturing PMI 63,4 / Richmond Manufacturing Survey Expected Manufacturing Capex 37 / Conference Board Consumer Confidence 127,3 y European consumer confidence Indicator -3,3 (vs media de -11%) / US Leading Indicator 14 (vs media de 1) y Euro Area OECD Leading Indicator CLI Normalized 100,26.

<sup>10</sup> <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>

En esta línea, es interesante el discurso de hace unos días del nuevo ministro de sanidad inglés Sajid Javid en el parlamento británico donde decía *"No date we choose comes with zero-risk for Covid...the UK must learn to live with Covid"*<sup>11</sup>. Y aunque la variante Delta sigue unos ritmos de contagios similares a la segunda ola en Reino Unido, las tasas de hospitalización son un 70% inferiores. Parece que las vacunas funcionan y que la reapertura allí es inevitable; ¿le seguirá la Unión Europea?



La segunda clave para analizar es la inflación, y el histerismo en torno a cómo reacciona la FED. Esta obsesión es por dos motivos: por un lado, porque la inflación es un impuesto que te devora sin darte cuenta. Por ejemplo, una inflación del 2% genera un "impuesto" patrimonial del 25% en 15 años<sup>12</sup>. Por otro lado, el temor al banco central llegando tarde

y mal con una subida de tipos que provoca una recesión.

Y aquí nuevamente es fundamental ganar perspectiva y entender dónde estamos para no caer en paralelismos con décadas pasadas que nada tienen que ver con la situación actual (como finales de los setenta).

Como decíamos en nuestra *newsletter* de diciembre<sup>13</sup>, la inflación de corto plazo, por efecto de la reapertura de la economía y por reabastecimiento de la cadena de producción es fuerte y seguirá siéndolo durante unos meses. Para que se dispare la inflación de forma sostenida tienen que darse muchos elementos, como por ejemplo:

- Inflación sostenida en los servicios (la inflación actual es exclusivamente de "productos" como consecuencia de la escasez y efecto base).
- Reactivación de la velocidad del dinero muy por encima de la que tuvo en la última década.
- Incremento persistente de salarios por encima de la tasa de recuperación del empleo.

No somos capaces de justificar ninguno de los anteriores y, por tanto, coincidimos con el mensaje de la FED de un repunte fuerte de la inflación, pero transitorio. Y después de este rebote deberíamos volver a un nivel de inflación "normal", pero superior al que

<sup>11</sup> <https://www.ft.com/content/c7a7ffcc-f3b4-4d8b-bb1c-ed45c2585357>

<sup>12</sup> <https://www.economicshelp.org/blog/139283/economics/what-is-the-difference-between-inflation-and-tax/>

<sup>13</sup> <https://mcusercontent.com/3463db02e6ea62c65ee94ea/files/b607d250-734a-4959-83e2-533214e3473f/4T2020.pdf>

hemos visto en la última década porque hay mecánicas de largo plazo cambiando (como la des-globalización o la transición a energías verdes que son inflacionarias). Pero en ningún caso vemos una inflación desbocada.

Creemos que las preocupaciones sobre el crecimiento y la inflación del mercado son fundadas, pero lo vemos como la segunda derivada. Y con los datos actuales no pensamos que sea el momento para descontar (todavía) esa segunda derivada.

Por todo lo anterior, creemos que el bono a 10 años de EE. UU. está influido por factores de corto plazo y técnicos que no reflejan lo que debería ser razonable en términos de crecimiento e inflación.

Los tipos de interés reales (nominal menos inflación) suelen situarse en una economía normalizada entorno al 0,5%. Si lo llevamos a la fórmula para intentar saber dónde deberían estar los tipos nominales a 10 años tenemos:

0,5% (tipos de interés reales) = Bono a 10 años EE. UU. - inflación esperada (actualmente en el 2,4%<sup>14</sup>).

Asumiendo que los *breakeven inflation* no se mueven, el bono a 10 años debería situarse en torno al 2,9%. Desde el 1,5% actual supondría nuevas caídas en renta fija y, sobre todo, en la deuda soberana.

Por tanto, como parte del ejercicio de fijarnos por ahora exclusivamente en la primera

derivada, seguimos defendiendo que lo fundamental es la evolución de: crecimientos de beneficios, subida de la inflación mayor a los tipos nominales y rotación de activos (de *growth a value*). Aunque esta última se ha quedado en suspenso en los últimos meses ante la falta de claridad, pensamos que es más un respiro tras la fuerte rotación desde octubre del año pasado.



A pesar de seguir estructuralmente positivos, en paralelo asumimos que, como consecuencia de las subidas de precio de todos los activos, es razonable levantar un poco el pie del acelerador. Por ello, si el mercado continúa subiendo rebajaremos progresivamente el peso en activos de riesgo adoptando un posicionamiento menos agresivo, tanto en inversión directa como en la inversión vía fondos de terceros.

<sup>14</sup> US Breakeven inflation 10y (USGGBE10 Index)