

"You should learn whether you're an investor or a gambler before the market teaches you the difference"

– Jason Zweig –

Cerramos un trimestre más y el mercado se pregunta si la recuperación está justificada o es la consecuencia de una burda manipulación que antes o después lo hará reventar.

Un mercado con dudas, en donde la certidumbre se vende cara, lo obvio se descontó hace semanas y existe la sensación creciente de que las inversiones se han convertido en apuestas. Los sectores se recuperan de forma desigual, con unos descontando un crecimiento ilimitado a futuro y otros, la práctica desaparición en el medio plazo. Al final, el mercado parece apuntar a una recuperación en forma de K¹.

Creemos que las ligeras subidas de los mercados de renta variable durante el trimestre² no reflejan correctamente la polarización que subyace en los índices. Los sectores con mayor visibilidad han subido desafortunadamente mientras que los sectores apestados como la energía, la industria, las aerolíneas o los hoteles no sólo no se han recuperado, sino que están sufriendo uno de los peores años de su historia. En EE. UU., por ejemplo, en lo que va de año el sector de la energía cae un 48% y la tecnología sube un 29%; un diferencial de casi el 80%. Sólo en el último trimestre el diferencial es del 30%.

Por un lado, es obvio el atractivo de estas compañías: las tecnológicas tienen visibilidad de crecimiento, pocos costes laborales y la capacidad de generar un crecimiento escalable con baja inversión en capital. Este mensaje es imbatible, y más aún en una situación extrema como la actual con medio mundo trabajando en remoto, al

parecer para siempre. Pero, por otro lado, todo tiene un precio y un riesgo.

Antiguamente, las compañías tecnológicas cotizaban con descuento por: riesgos de disrupción por parte de otras tecnológicas, riesgos regulatorios antimonopolio y por la ineficiencia de tener exceso de caja. Ahora nada de eso parece tener sentido y sus valoraciones descuentan la capacidad de crecer ilimitadamente sin que nadie los regule, sin que ningún competidor entre en juego e interpretando que el "exceso de caja" es algo fundamental para mantener su estatus de monopolio.

Esta línea de pensamiento ha derivado en la que es hoy la mayor dispersión de valoraciones de la historia; mayor incluso que durante la burbuja tecnológica³.

Por ejemplo, en EE. UU. el ratio de precio sobre ventas en el sector de Tecnología es de 5,8x frente a su media de los últimos 30 años de 2,8x. Por el contrario, en el sector Energía es 0,9x frente a una media de 1,5x.

Una buena parte del comportamiento de las tecnológicas durante el rebote viene propiciado por inversores minoristas que, al no haber eventos deportivos y las apuestas asociadas a ellos, están comprando *calls* de corto vencimiento de tecnológicas. El 62% de las primas pagadas durante agosto eran por operaciones de menos de 10 contratos, frente a una media del 34%. El inversor minorista ha desembolsado \$40B en primas de *calls* de vencimiento inferior a dos semanas: como un *all-in* jugando al póker...

¹ K-Shaped Recovery <https://www.investopedia.com/k-shaped-recovery-5080086>

² Durante el último trimestre la renta variable global subió un 7,5%, en EE. UU. un 8,5% y en Europa un 0,2% (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 1,5% y en Europa un 2,0%. Igualmente, el High Yield ganó en EE. UU. un 4,6% y en Europa 2,6%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos un 2,2% y los emergentes corporativos en dólares un 2,7% (BB Barclays US Corporate 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 Corporate Index).

³ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-24/pandemic-created-value-disparity-reminiscent-of-tech-bubble>



Para entender la importancia de esta dinámica es fundamental entender qué operativa hay detrás de los derivados.

El resumen es que cuando un inversor compra opciones *call* a alguien (normalmente a un *market maker*⁴) éste último, para cubrir su riesgo, tiene que comprar inmediatamente las acciones en mercado. El efecto exponencial y la dinámica que generan estas opciones con poco vencimiento (por apalancamiento y γ ⁵) puede llegar a ser extraordinario. Para quien quiera una explicación detallada y sencilla de lo sucedido en el último trimestre, puede leerlo [aquí](#).

El resultado es que los inversores minoristas están generando distorsiones pocas veces vistas (por ejemplo, tener al S&P500 y la volatilidad implícita subiendo simultáneamente), y este proceso retroalimenta que las acciones tecnológicas continúen su subida especulativa. Esta actividad, unida a la proliferación de estrategias pasivas (que compran más y más a medida que estas empresas incrementan su capitalización de mercado), agrava el efecto de subida del sector.

Para que una burbuja se forme tiene que existir el consenso generalizado de que una nueva era está llegando, tener liquidez ilimitada para perseguir los precios y un gran número de inversores minoristas apostando (que no invirtiendo) en mercados financieros. Suena como una historia actual, ¿verdad?

La realidad es que hay un segmento del mercado extraordinariamente caro, y otros en el lado opuesto muy baratos. Durante el comienzo de septiembre se ha producido un cierto ajuste de la situación provocando una caída del Nasdaq del 14% en apenas 10 días, pero el aquelarre tecnológico permanece.

A las tentadoras tesis de inversión en tecnología se une el apoyo monetario y fiscal de las instituciones que entremezcla realidad y ficción y, por tanto, no resulta fácil estimar cuándo se acabará este proceso.

Para saber cuándo se puede revertir esta dinámica, pensamos que es interesante analizar y seguir el *Equity Risk Premium* (ERP) y la evolución de sus componentes.

Avisamos que los próximos párrafos son un poco cuesta arriba. Pedimos disculpas por anticipado, pero creemos que es indispensable para entender nuestro posicionamiento ante un momento en el que existe esta dispersión en valoraciones e intervención en tipos de interés. Sirve para estimar cuándo y cómo se podrá deshacer el diferencial de valoraciones. También para relativizar las valoraciones actuales y entender que no es lo mismo una valoración de 25x PER con tipos al 3% que con tipos al 0%.

El ERP es el exceso de retorno que se obtiene en renta variable sobre la tasa libre de riesgo. Es un concepto teórico, porque no hay forma científica de calcular el retorno que requieren los inversores para ser compensados por el riesgo de estar

⁴ Definición de Market Maker <https://www.investopedia.com/terms/m/marketmaker.asp>

⁵ <https://www.investopedia.com/terms/g/gamma.asp>

invertidos en renta variable frente a la tasa libre de riesgo. Ese exceso de retorno o prima se estima a través de distintas teorías y modelos. Independientemente del modelo empleado, todos llegan a la conclusión similar de que el ERP histórico está en el entorno del 5%⁶. Es decir, históricamente un inversor ha obtenido un 5% más de rentabilidad estando en renta variable que habiendo estado en un bono sin riesgo. Ahora tenemos que calcular cómo está el ERP actualmente y sacar conclusiones.

Por un lado, la expectativa de retorno de la renta variable se puede aproximar por la inversa del PER (*Earning Yield*⁷). Es decir, en este momento el mercado está a 25,5x PER, y por tanto el retorno esperado del mercado será del 3,9% ($1 \div 25,5 \times 100$).

Por otro, para la tasa libre de riesgo real (los tipos reales) suelen tomarse los *Treasury Inflation Protected Security (TIPS)* a 10 años, que reflejan la diferencia entre tipos nominales (los tipos de mercado) y la expectativa de inflación. A cierre de trimestre están en el -0,95%.

Con esto tenemos que la expectativa de ganancias en bolsa sobre la tasa libre de riesgo sería del 4,9% (un 3,9% de expectativa de retorno de renta variable menos el -0,95% de tipos de interés real a 10 años). Por tanto, podemos concluir que:

1. El mercado americano en agregado tendría una valoración razonable con respecto a la historia (4,9% vs 5%) por efecto de los tipos de interés reales negativos. Pero si al S&P500 le quitamos las cinco compañías tecnológicas que más pesan (Microsoft, Google, Apple, Amazon y Facebook) el PER del S&P500 se quedaría en 16,1x y el ERP entonces sería del 7%.
2. Si la inflación subiera por ejemplo el 1%, asumiendo todo lo demás constante (esto es PER de 25,5x del S&P500, los tipos nominales por intervención de la FED y los mismos beneficios de las empresas) el potencial del

mercado sería del 34% (para que la prima de riesgo fuera igual que ahora).

En paralelo, hay que contar con el *quantitative easing*⁸ de los bancos centrales que están controlando los tipos nominales comprando bonos en mercado para que éstos no suban (o lo hagan a un ritmo menor que la inflación).

En nuestra opinión, las variables clave que pueden representar un punto de inflexión para el crecimiento y la inflación (claves del ERP), son la vacuna y las políticas fiscales. En cuanto exista una mayor claridad en estos aspectos, estimamos que se dará pie a subidas de mercado lideradas por sectores muy atractivos en valoración y cíclicos, lo que puede suponer una gran rotación de *growth* a *value*, acompañada de subidas de materias primas y caídas de bonos soberanos (tipos nominales progresivamente al alza).

Es por eso por lo que, quitando el comportamiento de compañías tecnológicas, el último trimestre ha sido de transición en los mercados. La falta de concreción sobre la vacuna y la política fiscal está siendo clave en la falta de visibilidad a cierre del trimestre. Mientras no ganemos certidumbre, la volatilidad persistirá.

Por un lado, la vacuna parece que estará disponible para finales de este año, principios del próximo. El tiempo otorgará claridad. Por el otro, para ganar visibilidad en temas fiscales estamos en manos de los políticos...



⁶ Para profundizar o hacer seguimiento del ERP recomendamos la página de Aswath Damodaran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁷ <https://www.investopedia.com/terms/e/earningsyield.asp#:~:text=The%20earnings%20yield%20refers%20to,a%20company's%20earnings%20per%20share>

⁸ <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>

El impulso fiscal era, incluso antes de la pandemia, la asignatura pendiente de la recuperación económica. Una de las consecuencias de la pandemia es que otorga justificación moral a las instituciones para desplegar todas las ayudas necesarias (incluida Europa, donde era inconcebible pensar en una expansión fiscal coordinada). Con la aprobación del fondo de €750B se ha sembrado la semilla para ver una verdadera Unión. Ahora, nuestros políticos tienen que regar la semilla.

Creemos que esta intervención fiscal no es un hecho puntual exclusivo para contrarrestar la pandemia, sino que la pandemia ofrece la justificación para un período de impulso fiscal sostenido en el tiempo. Una vuelta a las políticas keynesianas de los años sesenta⁹.

No creemos que la clave o la visibilidad haya que buscarla en eventos como el Brexit (que tiene que acabar en acuerdo antes o después) o las elecciones americanas. Sobre estas últimas, salga quien salga elegido, continuará con la Guerra Comercial. Creemos que nos encontramos ante el divorcio a largo plazo entre EE. UU. y China, donde el mundo deberá decidir si quiere más a papá o a mamá.

Para entender el mapa estratégico entre EE. UU. y China de los próximos años, es de obligada lectura el informe del Departamento de Defensa de EE. UU. explicando la relevancia del 5G y las consecuencias económicas y geoestratégicas (*The 5G ecosystem: risks & opportunities*. Disponible [aquí](#)).

Nuestro escenario para los próximos meses es que, a medida que ganemos visibilidad con la vacuna y con las medidas fiscales, el mercado tiene que revertir la diferencia de valoraciones extrema, provocando una rotación hacia compañías más cíclicas e infravaloradas. Este proceso debería venir acompañado de caídas en los bonos como consecuencia de la subida de los tipos nominales.

Por ello, tras las compras de marzo y abril, seguimos con el posicionamiento prudente que iniciamos en junio a la espera de si, ante caídas de mercado, tenemos oportunidad de incrementar nuevamente el peso en activos de riesgo.

⁹ <https://2012books.lardbucket.org/books/macroeconomics-principles-v1.0/s20-02-keynesian-economics-in-the-196.html>

VARIANZA

Tercer trimestre 2020

Cómo lo vemos:

ACTIVOS	ANTERIOR (1-2 AÑOS)	VISIÓN ACTUAL (1-2 AÑOS)	COMENTARIO	RIESGOS DE LA POSICIÓN	VISIÓN ANTERIOR	VISIÓN ACTUAL
RV - USA	→	→	Segmentos del mercado en burbuja	Expansión de múltiplo adicional por tipos reales negativos		
RV - Japón	↗	↗	Mercado atractivo en valoración	Deflación sostenida		
RV - Europa	↗	↗	Amplia exposición a value y cíclicos atractivos por valoración	Frenazo económico y doble recesión	↗	↗
RV - Emergentes	↗	↗	Mercado atractivo en contexto de potencial reflación	Depreciación divisas y/o subida del USD		
RV - Asia ex Japón	↑	↑	China lidera la recuperación económica y tecnológica	Recuperación de consumo lenta		
RF - Gobiernos	↓	↓	Tras buen comportamiento de curva USD y EUR aún menos valor	Depresión y único refugio ante incrementos de volatilidad		
RF - Alta Calidad Crediticia	↘	↘	Menor valor tras el reciente estrechamiento de diferenciales	Mejora adicional del crecimiento sin repunte de inflación		
RF - High Yield	→	→	Mantiene valor ciertos sectores a pesar del estrechamiento de dif.	Doble recesión más prolongada y aumento de fallidos	↘	↘
RF - Convertibles	→	→	Entorno más volátil y correlación con High Yield	--		
RF - Emergentes	↗	↗	Mejor comportamiento relativo creciente, en especial cíclicos	Depreciación de divisas locales por falta de crecimiento		
RF - TI Reales	↑	↑	Expectativas de inflación bajas con potencial de repunte a l/p	Riesgo de repunte extremo de escenario reflación/deflación		
IA - Infraestructura	↗	↗	Bajos tipos de interés favorecen proyectos	Sin concreción del plan infraestructuras USA		
IA - Inmobiliario	→	→	Valoraciones atractivas por expectativas de tipos bajos a l/p	Entorno económico en rápido deterioro		
IA - Materias Primas	↗	↗	Creciente atractivo por potencial repunte de la inflación	--	→	→
IA - Private Equity	↘	↘	Exceso de apalancamiento y problemas en inversión recientes	--		
IA - HF y Retorno Absoluto	↘	↘	Coste excesivo y valor cuestionable	El entorno favorece la gestión activa		
Liquidez y Equivalentes	↗	↗	Ante incrementos de volatilidad, compras adicionales	FOMO (<i>Fear of missing out</i>)	↗	↗

Alberto, Almudena y Pelayo