



# Informe trimestral 3Q



## Índice de contenidos

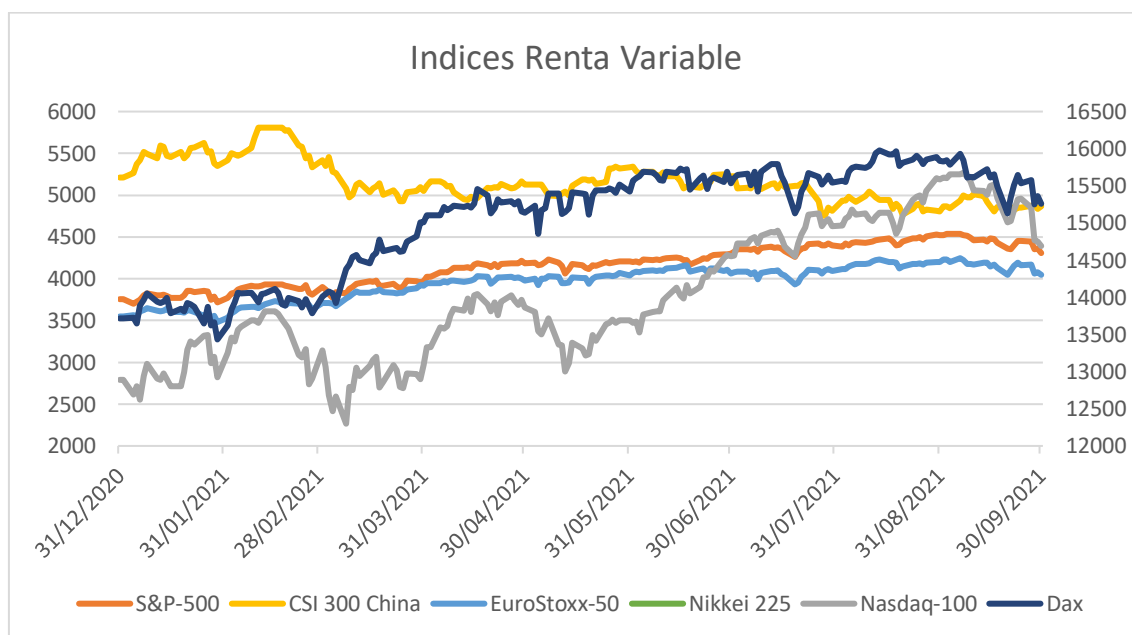
Introducción .....	2
Inflación.....	3
Subidas de tipos.....	5
Evergrande.....	7
Conclusiones y previsiones .....	8

## Introducción

2

El tercer trimestre ha cerrado prácticamente plano para las principales bolsas mundiales. Sin embargo, deja un sabor de boca amargo ya que en las últimas semanas del mes de septiembre se han comido todas las ganancias de los 2 meses previos con caídas de alrededor del 3.5% en el caso de Europa mientras que en Estados Unidos el S&P-500 se ha dejado casi un 5% mientras que en el caso del Nasdaq-100 las pérdidas se han acercado al 6%.

	Ibex-35	S&P-500	Nasdaq-100	CSI 300 China	EuroStoxx-50	Nikkei	Dax
<b>2021</b>	8,95%	14,68%	13,98%	-6,62%	13,95%	7,32%	11,24%
<b>3er T</b>	-0,28%	0,23%	0,93%	-6,85%	-0,40%	2,30%	-1,74%



Los motivos de esta vuelta atrás en el mes de septiembre, eliminando de un plumazo todas las ganancias del trimestre en algún caso (aunque no olvidemos que en el año las subidas son de doble dígito en las mayoría de las principales bolsas) son como consecuencia de riesgos ya latentes y conocidos (inflación, subidas de los tipos a largo, inicio de tapering, ralentización económica, rupturas en las cadenas de producción, etc...) y otros son "nuevos" como es el caso de los problemas en general del sector inmobiliario chino y en particular del gigante Evergrande.

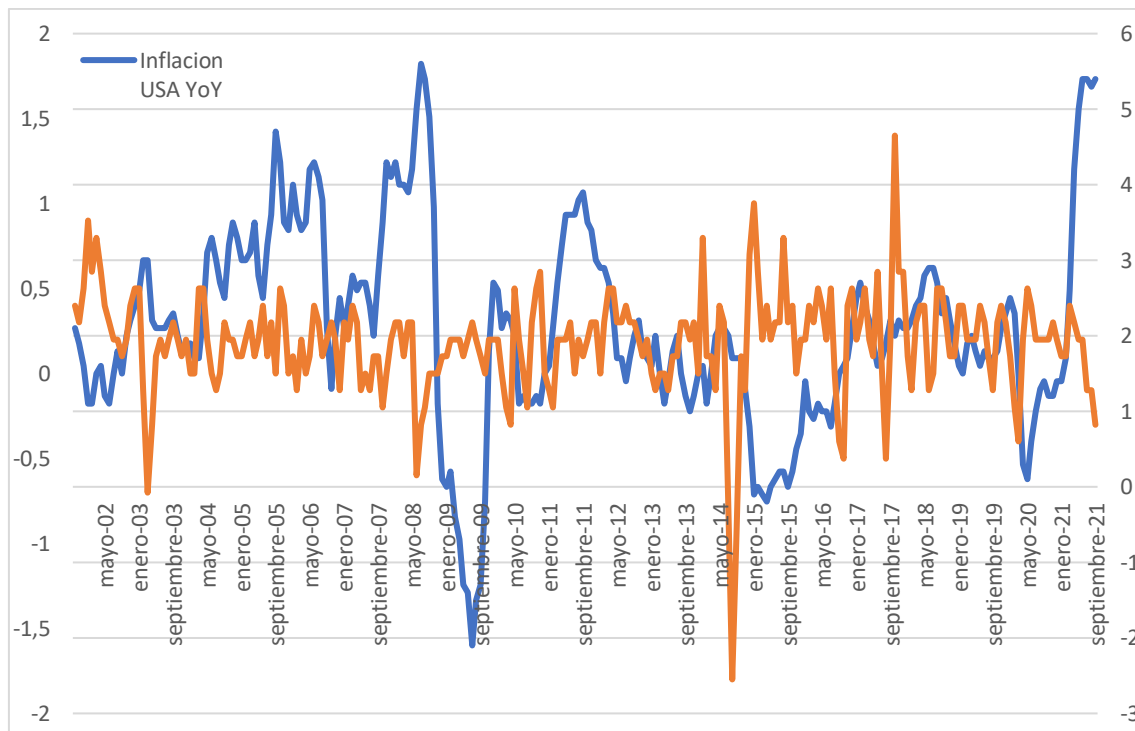
Decimos “nuevos” porque si bien se han agudizado en las últimas semanas y el mercado ha puesto el foco en ellos, es un problema del que se viene hablando desde hace tiempo y el gobierno chino ya había tomado algunas medidas al respecto, pero al que no se le prestaba atención.

Vamos a detenernos en cada uno de estos problemas analizando sus efectos y la importancia que nosotros les damos y la influencia que consideramos pueden tener en la evolución de los mercados en general.

## Inflación

La inflación es, sin duda es el problema al que más atención se le presta mediáticamente, aunque no estamos tan convencidos de que realmente sea el problema que más preocupa a los inversores en su conjunto (aunque no hagan tanto ruido como a los que sí les preocupa) a la vista de la reacción de los mercados tras la publicación de los datos de inflación a lo largo de este año.

**INFLACION USA 2021**



Centrándonos en USA, los datos de inflación se publican mensualmente y a lo largo de este año se han publicado ya 9 datos de los que 4 han estado en línea de lo esperado, 4 por encima de lo esperado y uno por debajo. Salvo el dato de inflación de abril publicado en mayo que fue 4 veces por encima de lo esperado y provocó caídas del 2% en el S&P-500 el resto de los días en los que se ha publicado un dato de inflación superior al esperado los movimientos en las bolsas no han sido de relevancia. Es más, en el periodo que va desde abril hasta julio en el que los 4 datos de inflación publicados han estado muy por encima de lo esperado y con la inflación anual disparándose por encima del 5%, el comportamiento del S&P-500 ha sido de una subida cercana al 6%. No parece que al mercado realmente le preocupe a inflación o al menos que piense que ésta va a ser permanente.

Fecha publicación	IPC Mensual USA		Comportamiento
	Esperado	Real	S&P-500
13/01/2021	0,40%	0,40%	0,28%
10/02/2021	0,30%	0,30%	-0,03%
10/03/2021	0,40%	0,40%	0,60%
13/04/2021	0,50%	0,60%	0,33%
12/05/2021	0,20%	0,80%	-2,10%
10/06/2021	0,50%	0,60%	0,47%
13/07/2021	0,50%	0,90%	-0,35%
11/08/2021	0,50%	0,50%	0,25%
14/09/2021	0,40%	0,30%	-0,57%

Nosotros seguimos pensando que la inflación será temporal y viene condicionada en gran medida por el efecto base de la comparación con los peores meses de la pandemia. También los cuellos de botella generados con la apertura de las economías tras varios meses de cierre obligado como consecuencia del covid y de stocks bajo mínimos han generado unos grandes desequilibrios entre la oferta y la demanda en el mercado de chips, materias primas, transporte marítimo, etc... Pero no debemos olvidar que estos desequilibrios vienen generados por algo puntual y totalmente circunstancial como han sido los confinamientos, no es una inflación

estructural o como consecuencia de las fuertes medidas expansivas que se vienen aplicando.

Las fuertes medidas expansivas en política monetaria se vienen aplicando desde hace más de 10 años y el problema, sobretodo en Europa, es que era incapaces de generar inflación. Por tanto, el intentar vincular la actual inflación a las medidas expansivas de carácter fiscal y monetario nos parece que no es correcto.

Decimos lo anterior porque el miedo a la inflación no es tanto por la inflación en si misma sino por los temores a que esto obligue a una rápida subida de tipos por parte de los Bancos Centrales, lo que nos llevaría al segundo de los problemas que puede afrontar el mercado en los próximos meses, **las subidas de tipos**.

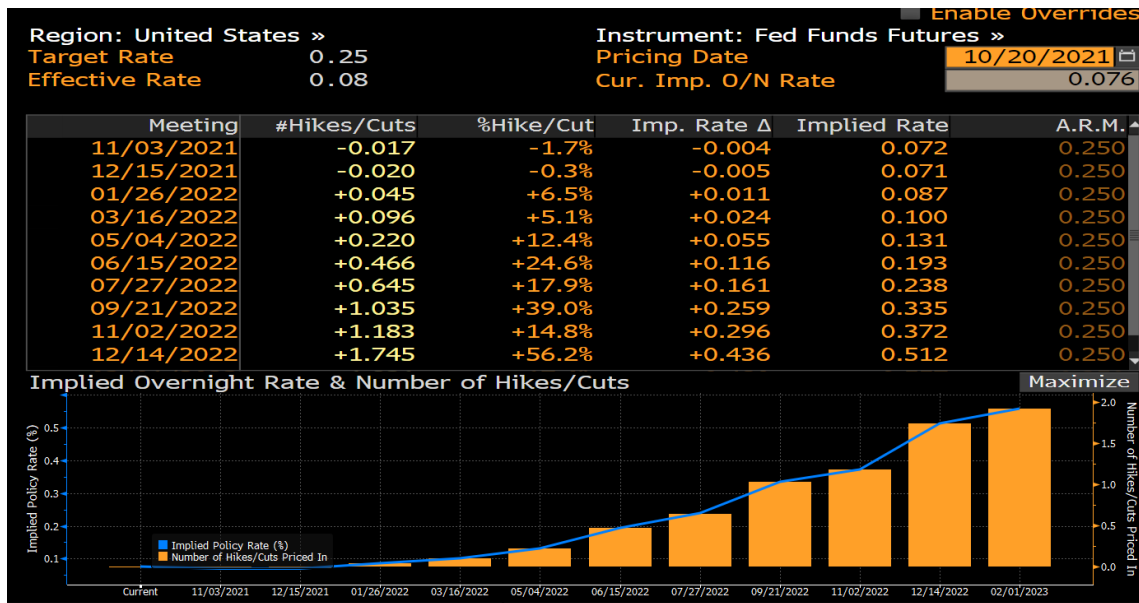
## Subidas de tipos

La inquietud del mercado por las subidas de tipos, en caso de producirse, estaría totalmente justificada ya que, las actuales valoraciones de las bolsas con unos tipos “normales” es cierto que podrían considerarse “excesivas”. Esto es más evidente en aquellas compañías con un mayor componente de crecimiento y en el que el peso de sus valoraciones está en los flujos a más largo plazo que en caso de descontarse a un tipo muy superior al actual se vería mucho más afectado que aquellas compañías más value o sin tantas expectativas de crecimiento donde el grueso de su valoración está en los primeros años.

Según nuestro modelo de valoración relativa de las bolsas, renta fija y mercado inmobiliario para que la renta variable dejara de ser atractiva con respecto al resto de alternativas de inversión analizadas, los tipos a largo (10 años americano) deberían alcanzar un nivel de algo más del 2.50%, lo que supone cerca de 100 p.b. por encima de los niveles actuales.

## Probabilidad de subidas de tipos del FED descontada por el mercado

6



Según los datos del mercado monetario americano se estaría descontando un 46.6% de probabilidades de la primera subida en junio del año que viene y del 100% en septiembre.

Dicho lo anterior y estando totalmente de acuerdo con que unas subidas de tipos descontroladas serían el principal problema para las bolsas y los mercados en general (caídas de precios de los bonos, problemas en aquellos países y empresas fuertemente endeudadas, reducción del crédito, etc...), en lo que no estamos para nada de acuerdo es que la inflación actual o incluso futura pueda hacer a los bancos subir tipos o iniciar el famoso tapering de forma anticipada.

En primer lugar, los Bancos Centrales se han cansado de decir que la inflación actual es temporal, si bien es cierto que son parte interesada y es ciertamente complicado ver a un Banco Central afirmando que los peligros de inflación son inminentes porque sería como echar gasolina a la hoguera y la mejor forma de que finalmente se genere inflación. Sería la profecía autocumplida.

Otro punto en el que los Bancos Centrales han hecho mucha incidencia es que incluso en caso de que esta inflación se prolongara en el tiempo no iban a poner en peligro la recuperación con subidas anticipadas de tipos o retiradas de estímulos. De esto han dado ya sobradas pruebas de su eficacia manteniendo a raya los tipos a largo cuando lo han necesitado (como decimos muchas veces, no es buen negocio

apostar contra un Banco Central hoy en día). Como ayuda para lo anterior, tanto la FED como el BCE han modificado sus mandatos de manera que su política monetaria no esté sujeta a mantener la inflación por debajo del 2% sino que podría estar alrededor del 2% por un tiempo, una sutil modificación que justificaría mantener políticas monetarias laxas con niveles temporales de inflación superiores al 2%.

Por tanto, las subidas de los tipos de interés serían un problema para las bolsas? Sí, sin duda lo sería. Pensamos que se van a producir en el corto medio plazo? No, no lo creemos.

## Evergrande

En el mes de septiembre ha entrado un nuevo componente en la ecuación de riesgos, la más que probable caída de gigante inmobiliario chino Evergrande con una deuda financiera de alrededor de 90.000 millones de \$ y un pasivo superior a los 300.000 millones.

China era una de nuestras principales apuestas para este año, pero hemos de reconocer que su comportamiento ha sido decepcionante. Al acoso al que el gobierno chino viene sometiendo a algunas industrias como la del sector tecnológico o el de videojuegos se ha abierto el frente inmobiliario con la delicada situación de Evergrande a la que se han unido posteriormente otras inmobiliarias de menor tamaño que tampoco están pudiendo hacer frente a sus compromisos financieros.

El sector inmobiliario chino representa cerca de un 20% del PIB chino por lo que de no gestionar adecuadamente el gobierno chino esta situación podemos estar frente a un problema importante. Es cierto que, en este caso, las autoridades chinas llevan un tiempo legislando para intentar romper o al menos no seguir alimentando la burbuja alrededor del sector con medidas como la de limitar a las entidades financieras la capacidad de crédito al sector pero el problema sigue ahí.





De todos los frentes que puedan tener abierto los mercados, sin duda, este es el que más nos preocupa y si bien no vemos ni mucho menos una posibilidad de contagio tipo Lehman si creemos que puede afectar de forma considerable al crecimiento chino (de hecho, ya está empezando a hacerlo) y como consecuencia verse reflejado en las cuentas de muchas compañías europeas o americanas (sector lujo, autos) donde la mayor parte del crecimiento viene dado por sus ventas en este país.

Ya redujimos hace unos meses la presencia en China (ventas de Alibaba, Tencent, Ping An Insurance) como consecuencia de los ataques al sector tecnológico, tras este nuevo frente abierto hemos salido también de Asia en general reduciendo el peso en la zona a la mínima expresión.

## Conclusiones y previsiones

Confiamos en que vuelva la tendencia positiva vista en los mercados en los meses previos al mes de septiembre. Mientras que los datos empresariales y económicos sigan siendo buenos, y por ahora lo están siendo, vemos difícil que el buen momento de las bolsas se vea truncado.

No todos los sectores ni todas las acciones nos gustan y la dispersión de comportamiento entre unos y otros sigue siendo elevada por lo que continúa siendo fundamental acertar en la selección de los valores.

Nos sigue gustando el sector de semiconductores (ASM, ASML, Infineon) donde la fuerte demanda que vive el sector tiene más componentes estructurales que cíclicos a diferencia de anteriores ocasiones. El sector del deporte es otra de nuestras apuestas (Nike, Adidas, Garmin) a pesar de los vaivenes que ha tenido en el mes de septiembre por los problemas de producción en Vietnam que han hecho reducir las previsiones de ventas a algunos fabricantes de ropa deportiva. Compañías de transporte (AP Moller, Deutsche Post, Logista) siguen presentes en nuestras carteras y dentro de las materias primas seguimos con peso en el sector de uranio (Cameco, Kazatomprom, ETF Global X Uranium) que tan buenos resultados ha dado en los

últimos meses. Otro sector que vemos con grandes perspectivas de futuro es el de las nuevas tecnologías aplicadas el sector de la salud (Stryker, Smith & Nephew, IQVia, Dexcom, Thermo Fischer). Por último, estamos entrando poco a poco en el sector bancario, un sector en el que hacía años que no tomábamos posiciones y que empieza a gustarnos.

En la parte de renta fija seguimos bastante cautos, aunque las subidas de los tipos a largo de las últimas semanas han reducido algo el riesgo, sobretodo en USA. En Europa pensamos que, aunque el crecimiento es menos vigoroso podremos ver tipos positivos en la deuda alemana a 10 años antes de que acabe el año, lo que puede ser un punto de inflexión. Mantenemos posiciones en la parte media corta de la curva y seguimos sobre ponderando zonas geográficas donde el margen de maniobra fiscal y monetario es mayor que en Europa (Australia, Canadá y USA).