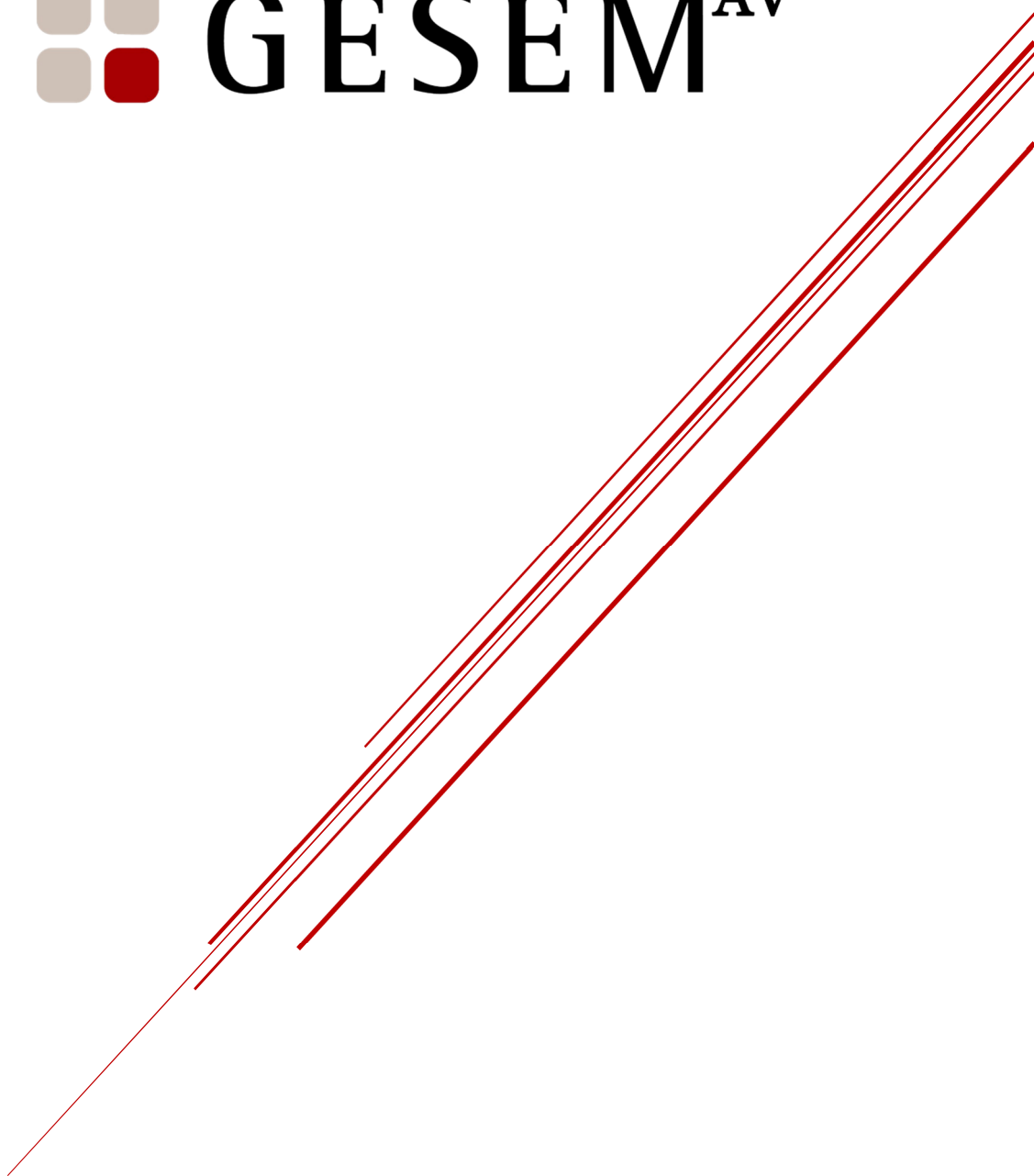


# Carta a inversores 4T

Un fin de año movido por la inflación



ENERO 2022

## Índice

Introducción .....	2
1. Fase del ciclo económico .....	2
1.1. Inflación en máximos .....	2
1.2. Motivos detrás de la inflación.....	4
1.3. Fase del ciclo .....	6
2. Comportamiento de los mercados.....	7
2.1. Las acciones han ganado, pero los perdedores han perdido mucho..	7
3. Escenario 1T2022.....	10
3.1. El inicio de la “desintervención” de los bancos centrales .....	10
3.2. Se espera un buen año para la economía.....	12
4. Estrategia de inversión.....	14
4.1. Fieles a nuestra metodología .....	14
4.2. Sobreponderados en EEUU, USD e infraponderados en Renta fija y Criptos .....	15

## Introducción

Cerramos el año 2021 de nuevo con rendimientos espectaculares en los mercados. Concretamente, los mercados de renta variable en Estados Unidos se revalorizaron de media por encima del 25% tras hacerlo en 2020 un 16% y todo mientras sufríamos una pandemia mundial. Aparentemente, esto no tiene mucho sentido. Sin embargo, si seguís nuestros diarios de mercado sabréis que hay muchos motivos para ser optimista. En esta carta vamos a tratar de esclarecer un poco la realidad económica mundial y tratar de anticipar que podemos esperar en 2022.

## 1. Fase del ciclo económico

### 1.1. ÍNFLACIÓN EN MÁXIMOS

La economía se mueve por ciclos, principalmente provocados por la actuación de los bancos centrales quienes tratan de contener las caídas y frenar las subidas evitando así tanto las consecuencias de una depresión prolongada en el tiempo como la descontrolada inflación provocada por un crecimiento desbocado.

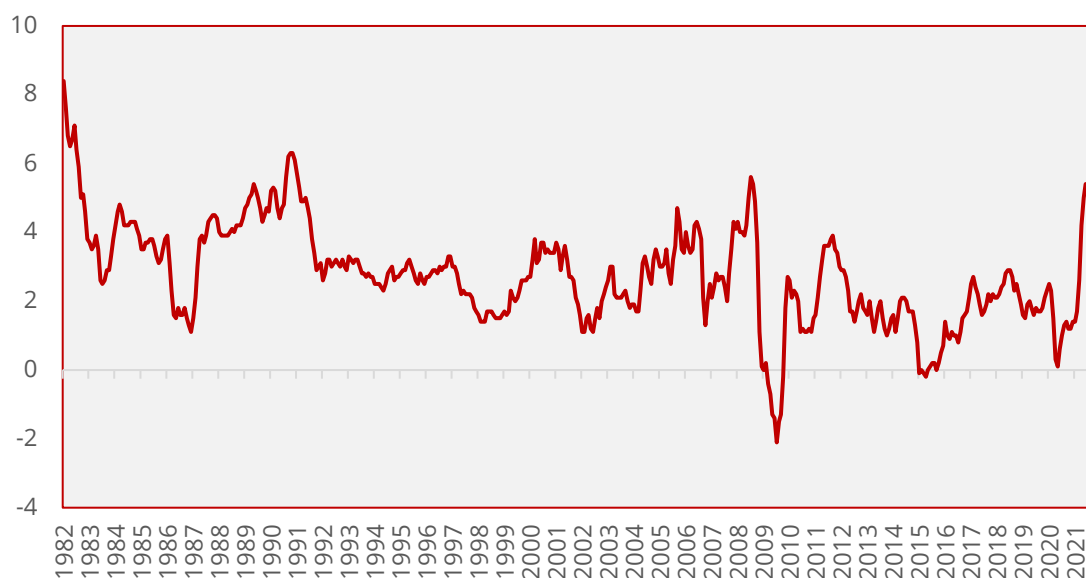
Los bancos centrales suelen tener unos objetivos y en cuanto estos no se cumplen actúan. En EEUU, por ejemplo, la Fed (Reserva Federal) tiene objetivos tanto de inflación como de desempleo. En la Zona Euro, el BCE (Banco Central Europeo) se fija únicamente en la inflación.

¿Qué quiere decir esto? Simplemente que si la Fed detecta que se ha logrado el pleno empleo y que la inflación está por encima de su objetivo (en torno el 2%) tomará cartas en el asunto y desincentivará el acceso al crédito,

provocando así un enfriamiento de la economía con la esperanza de que la inflación baje.

La inflación ocurre cuando una cesta de productos y servicios concreta y seleccionada por el banco central sufre subidas en el precio. Esta inflación tiene sus efectos positivos y negativos. Por ello, los bancos centrales tratan de controlarla. Actualmente en Estados Unidos la inflación está en máximos de casi 40 años, situándose en niveles cercanos al 7%.

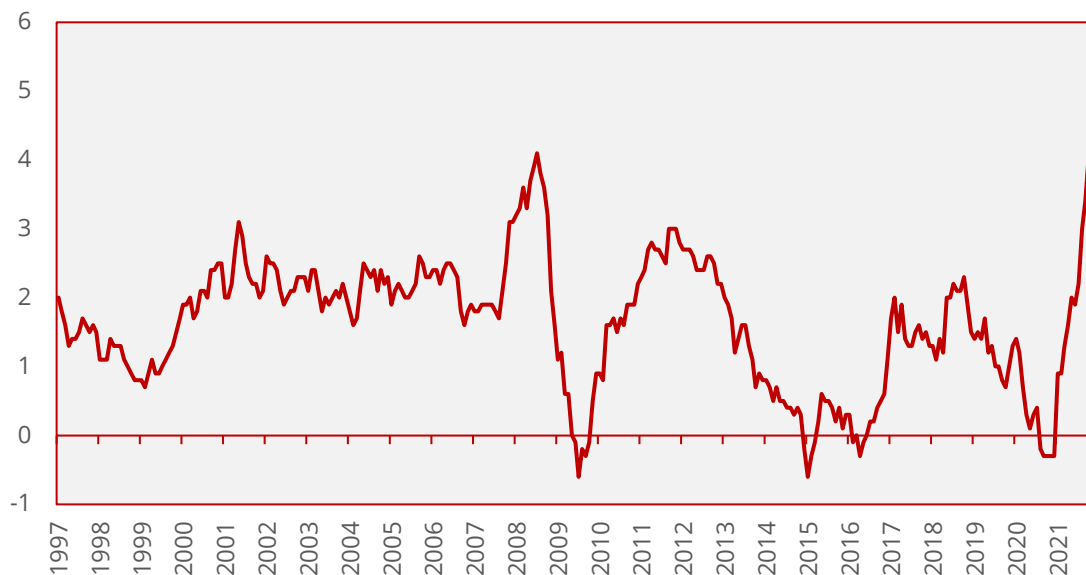
### Inflación EEUU



(ELABORACIÓN PROPIA, FUENTE: BLOOMBERG)

En la Zona Euro, el último dato de inflación la sitúa en el 5% estando también en niveles máximos de los últimos 20 años. Esto ha provocado que los bancos centrales se pongan manos a la obra (tal y como se temía desde el principio del repunte de esta) y comiencen a retirar aquellas políticas más expansivas.

## Inflación Zona Euro



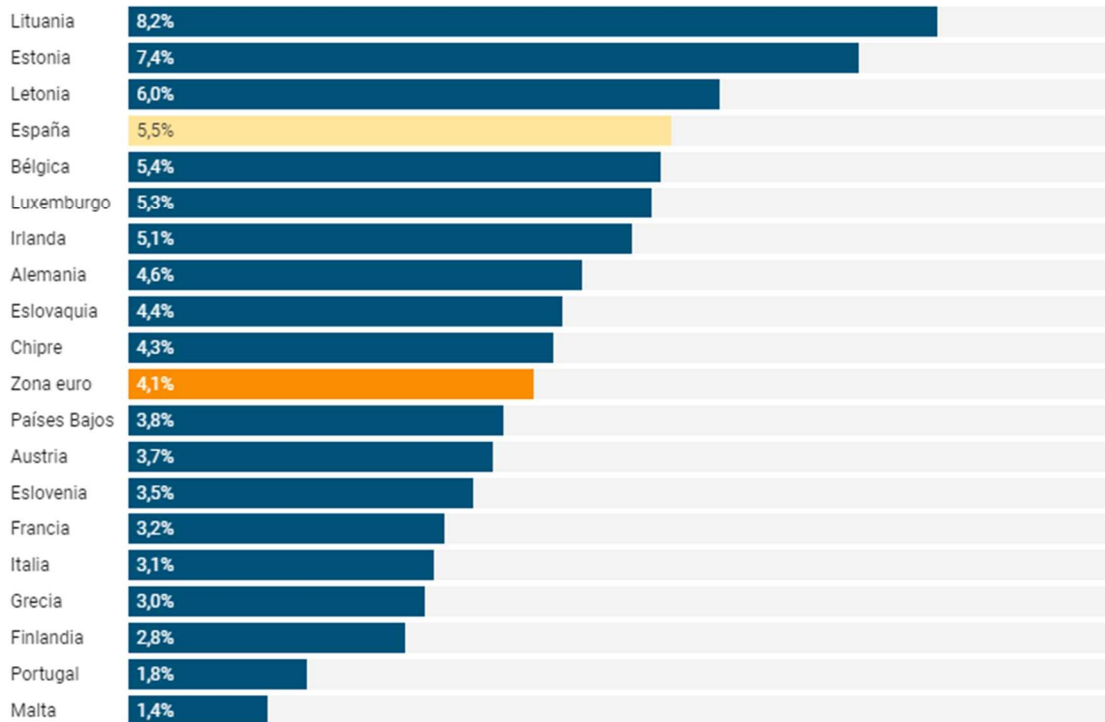
(ELABORACIÓN PROPIA, FUENTE: BLOOMBERG)

## 1.2. MOTIVOS DETRÁS DE LA INFLACIÓN

Sin embargo, ¿cuáles son los motivos detrás de este aumento generalizado de los precios? La respuesta no es tan sencilla, ya que dependerá de cada país en particular. Por ejemplo, en Europa, hay países con inflación cerca del 7% como España, mientras que hay otros con inflación por debajo del 3% como en Francia o Portugal. Aunque la respuesta más fácil es por la pandemia.

**Dato de inflación de octubre de 2021 de los países de la Eurozona**

% con respecto al mismo mes del año anterior





*El dato de octubre de 2021 es aún estimado.*

Gráfico: Newtral • Fuente: Eurostat • Creado con Datawrapper

Digamos que la inflación es la consecuencia de una serie de problemas o desajustes en las fases productivas inferiores. En este caso, la subida de precios generalmente viene por la escasez de oferta provocada por los confinamientos o medidas restrictivas de los gobiernos en aquellos países productores. Hablamos de países generalmente asiáticos donde la pandemia se ha tomado muy en serio y donde, a la mínima, se toman medidas drásticas.

A este tipo de sucesos lo llamamos presiones inflacionistas. Estas presiones ocurren en procesos productivos o bienes que obligan a trasladar esa tensión inflacionista a los productos finales de manera escalada. Hablamos principalmente de:

- Transporte

-  Materias primas
-  Mano de obra (salarios)

En estos factores es donde primero se ve la inflación, principalmente en las materias primas. Si el precio de las materias primas se dispara, esto provoca que poco a poco el precio de los bienes siguientes en la cadena de valor (bienes intermedios, finales o servicios) aumente. Si sube el precio del hierro subirá el precio de todos los bienes que se produzcan con hierro (bienes intermedios y finales). Si sube el precio del petróleo, indirectamente subirá el precio del transporte (servicio) y esto hará que suba también el precio del bien final.

A inicios de 2020, las presiones inflacionistas ya eran elevadas y resultaba inevitable que la inflación acabara llegando. Esta comenzó a llegar a mediados de año y mes tras mes subía como la espuma. Actualmente, las presiones inflacionistas siguen altas, pero al menos han dejado de subir, lo cual es una buena noticia. Por ello, cabe esperar que la inflación deje de aumentar en los próximos meses mientras que las presiones comienzan a disminuir.

### **1.3. FASE DEL CICLO**

Como antes comentábamos, a los bancos centrales no les gusta la inflación y cuando ocurren repuntes como el actual suelen actuar inmediatamente. No obstante, es recalable la tranquilidad con la que tanto la Fed como el BCE se han tomado la situación basándose en el argumento de que era transitoria.

En el caso de la Fed, desde el principio reconocían los riesgos de que esta continuara aumentando, pero lo asociaban a un simple desajuste entre

oferta y demanda provocado por la demanda y que, tan pronto se solucionen estos desajustes la inflación volvería a bajar. Nosotros también éramos (y somos) partidarios de esta hipótesis. Sin embargo, de la noche a la mañana, Powell (presidente de la Fed) cambió su discurso, aceptando que la inflación estaba en riesgo de prolongarse en el tiempo. Básicamente, el miedo entró al ver que estos desajustes no tenían pinta de solucionarse en el corto plazo y una inflación tan elevada y prolongada en el tiempo puede acabar filtrándose en la economía y en las decisiones de los agentes económicos.

Para entenderlo, digamos que tenemos una mancha de tomate frito en la camiseta, si la quitamos rápido es más probable que acabe saltando que si dejamos que el aceite penetre en la tela, en este caso la mancha sería mucho más difícil de quitar.

Así, con unas presiones inflacionistas elevadas, que han provocado una alta inflación y que ya ha empujado a los bancos centrales a tomar medidas “restrictivas” podemos decir que estamos en una **fase final del ciclo expansivo**. Más adelante veremos qué implicaciones tiene esto para nuestra estrategia de inversión.

## 2. Comportamiento de los mercados en 4T21

### 2.1. LAS ACCIONES HAN GANADO, PERO LOS PERDEDORES HAN PERDIDO MUCHO

En este escenario donde hemos seguido sufriendo oleadas de la pandemia provocada por el virus Covid y donde los bancos centrales han cambiado su postura respecto la inflación, el mercado ha sufrido en aquellas empresas





cuyas expectativas eran a más a largo plazo. Sin embargo, el mercado de renta variable en general ha vuelto a tener un buen comportamiento subiendo el S&P 500 más de un 5%, algo por debajo del 5% en el caso del Nasdaq y con subidas más contenidas en el Dow Jones y el Eurostoxx, en torno el 2%.

Por otro lado, los mercados de renta fija si que han sufrido más con esta situación. Los bonos gubernamentales han sido los que principalmente han llevado la batuta en la dirección de los mercados, afectando a su vez a los mercados de renta variable. A medida que los tipos subían, el resto de bonos corporativos le seguían y esto acababa provocando caídas en las acciones (aunque tan solo de manera momentánea).

En una situación de alta incertidumbre, los inversores suelen exigir una prima de riesgo por esta situación, lo cual hace que los tipos de interés suban. Sin embargo, esto no hace más que perjudicar a las empresas que, en una situación de vulnerabilidad, se ven obligadas a tener que emitir bonos con intereses más elevados. Para evitar esto, el banco central proporciona la liquidez que estas empresas necesitan con las condiciones actuales, evitando que los tipos suban. Sin embargo, cuando el banco central deja libre de nuevo a los mercados, estos ponen los tipos “en su sitio”.

En cuanto la influencia de los tipos en el mercado de renta variable, esto se debe a que en una situación de subidas de tipos los valores presentes de los flujos de caja descontados disminuyen. De la misma forma que si obtenemos una mayor rentabilidad nuestro dinero presente vale más en el futuro, el dinero futuro vale menos en el presente. Esto afecta más a aquellas empresas cuyas valoraciones dependan más de expectativas que de

realidades, pero no necesariamente a todas aquellas con valoraciones más elevadas.

Este es el motivo por el que el Nasdaq ha subido en el año más de un 30% mientras que muchas empresas tecnológicas han visto su cotización caer hasta un 80% en algunos casos. Generalmente, las empresas del Nasdaq cotizan con ratios más elevados porque tienen negocios con mayores crecimientos, márgenes y retornos (generalmente).

No es lo mismo que una empresa cotice con un PER de 40x porque está creciendo a un 20% con márgenes estables en un sector con barreras de entrada y un modelo de negocio escalable con ventajas competitivas que le protegen de la competencia, que una empresa cotice con un PER de 70x porque se espera que en los próximos 5 años multiplique por 10 su beneficio, pero que apenas tiene ingresos, su modelo de negocio no está consolidado y es todavía una empresa emergente.

Ambas valoraciones son superiores a la media histórica de los mercados de renta variable, sin embargo, los motivos son diferentes. En un escenario de alta inflación y de subida de tipos habrá empresas que mantendrán valoraciones elevadas por sus características y porque su negocio no se va a ver afectado (a pesar de que puedan haber caídas), y otras que verán tanto sus cotizaciones como sus valoraciones desplomarse porque su futuro es ahora más incierto y su valoración intrínseca es mucho menor a su valor de mercado.

Entender esto es fundamental ya que no por comprar acciones con PER 80x estas comprando caro. Por norma general, unas zapatillas Nike van a ser más

caras que unas del mercadillo y no por eso al comprar las Nike estás comprando caro, simplemente valen más y, por tanto, su precio es superior.

## 3. Escenario 1T2022

### 3.1. EL INCIO DE LA “DESINTERVENCIÓN” DE LOS BANCOS CENTRALES

En los pocos días que llevamos de año, el mercado parece que está tomando una dirección clara a medida que aumentan los temores de una aceleración en las subidas de tipos. En su última reunión la Fed anunció diversas subidas de cara a los próximos años junto con una aceleración en su retirada del programa de compras. Sin embargo, esto no tuvo un impacto significativo en los mercados, quienes incluso cerraron cerca de los máximos marcados en el año tanto en EEUU como en Europa. No obstante, este año ha iniciado con mayor miedo después de conocerse las actas de la Fed y del informe de empleo mensual.

Por un lado, las actas de la Fed han reflejado que algunos de los miembros están de acuerdo en acelerar la subida de tipos y comenzar a vaciar las arcas del balance de la Fed. Esto supone que la Fed dejará de reinvertir los rendimientos de los bonos o los vencimientos de los nominales y esperará a que estas se vayan vaciando a medida que los bonos vencen. Esto a corto plazo puede ser malo para los mercados, ya que supondrá subidas de tipos y un posible aumento de los *spreads*. Todo esto acabará teniendo una influencia en la economía real (especialmente en aquellas empresas más endeudadas) y en los mercados de renta variable. Pero, a medio/largo plazo son buenas noticias ya que supondría que la Fed comenzaría a dejar al mercado “andar solo” y podremos tomar mejores decisiones de inversión.

Generalmente, los tipos de interés suelen emplearse a la hora de valorar empresas ya que reflejan el riesgo de la empresa. Si queremos comprar acciones de una empresa que tiene que pagar por sus bonos un interés del 5% no estaremos dispuestos a pagar un PER de 50x, nos sale más rentable comprarle los bonos. Sin embargo, con la intervención de los bancos centrales, esa empresa que “debería” de pagar un 5% de interés está pagando un 3% por el estrechamiento de los *spreads* y por una caída de los tipos nominalmente. Esto hace que resulte más complicado valorar las empresas y permite a los ratios de valoración ser más elevados, que es lo que está pasando actualmente.

Sin esta intervención de los bancos centrales, podremos valorar las empresas de forma más realista y de acuerdo con la situación de la empresa y no tanto con la situación del mercado. Además, el mercado de renta fija volverá de nuevo a ofrecer oportunidades de inversión, permitiéndonos así poder crear carteras más diversificadas por tipo de activo.

Por otro lado, el informe de empleo mensual correspondiente al mes de diciembre muestra claros signos de que el mercado laboral estadounidense está muy avanzado en su recuperación. Este era uno de los “frenos” que impedía a la Fed actuar de manera más agresiva en su retirada de estímulos. Ahora, el mercado descuenta que este ya no tiene esos frenos y ha comenzado a descontar ya hasta 4 subidas para el año 2022.

Todo esto, por tanto, tiene dos caras. Una mala, debido a las consecuencias que tendrá esto en los mercados tanto de renta variable como de renta fija. Podemos esperar un efecto en cadena de subidas de tipos en los mercados de renta fija y de caídas en renta variable por esta subida de tipos. Y otra cara buena, debido a las oportunidades que quedarán después de este periodo.

Por ello, nosotros actualmente mantenemos niveles de liquidez las carteras a la espera de la llegada de estas oportunidades y nuestra exposición está libre de empresas con elevado endeudamiento y, en general, negocios de calidad. Estos seguirán siendo excelentes negocios a pesar de todo lo que ocurra y, por ello, por mucho que caigan, serán los primeros en recuperarse cuando los resultados demuestren al mercado que ahí sigue habiendo valor. También tratamos de estar poco expuestos a los mercados de renta fija, huyendo especialmente de los bonos high yield y con vencimientos más largos, que creemos serán los que más sufran con estas subidas de tipos.

De esta forma, podemos limitar la “cara mala” de la moneda y estar preparados para aprovechar la “cara buena”. Lo importante es estar enfocado en lo verdaderamente importante, el valor de nuestras inversiones. Por muy hostil que sea (o parezca) el entorno, hay negocios que siempre sobresalen.

Todo esto depende principalmente de lo que realmente hagan y digan los bancos centrales. En el mejor de los escenarios, la Fed podría dar un mensaje tranquilizador a los inversores y frenarían estas caídas, dando comienzo a la recuperación. Sin embargo, sería retrasar lo inevitable, ya que tarde o temprano los bancos centrales tendrán que soltar la mano de los mercados.

### **3.2. SE ESPERA UN BUEN AÑO PARA LA ECONOMÍA**

Independientemente del comportamiento que podamos esperar de los mercados, lo cierto es que este año puede ser muy bueno para la economía. El hecho de que la pandemia esté dando sus últimos coletazos (de acuerdo con los expertos) permite ser optimistas en que todos los problemas que esta ha conllevado se acabarán por solucionar.

Es realista pensar que las presiones inflacionista comenzarán a remitir pronto y, con ella, la inflación se volverá más moderada. Además, la retirada de estímulos por parte de los bancos centrales ayudará también a enfriar la economía. Todo esto hará que cesen los problemas de stock de las empresas, especialmente los fabricantes de chips que sirven prácticamente a todas las industrias.

Con la oferta ya recuperada, no tenemos motivos para pensar que la demanda se deteriorará. Recalcamos la idea de que los bancos centrales no tienen intención de restringir la economía, sino que están retirando estímulos. Por ello, la demanda seguirá manteniéndose fuerte y permitirá a las empresas poder crecer incluso a tasas superiores a las del año pasado en muchos casos.

Esto permitirá a las acciones de muchos sectores cíclicos recuperarse. Los sectores de aviación, turismo, automóviles, bancos y, en general, los sectores *value* tendrán motivos para tener un año bueno en bolsa (o al menos por encima de la media).

En el lado contrario, tendremos aquellas empresas con propuestas de modelo de negocio disruptivo, pero con un negocio todavía muy emergente o, en algunos casos, inexistente. En el año 2020 y 2021 hemos visto como empresas de sectores de coches eléctricos, realidad virtual, internet en la nube subían de forma desorbitada, aún cuando muchas de ellas no tenían todavía ni beneficios. Hablamos de valoraciones de PER superiores a las 300x en muchos de los casos.

Este tipo de empresas ya han sufrido en 2021 como hemos dicho anteriormente y creemos que seguirán teniendo un mal comportamiento a

lo largo de este año, especialmente en este primer trimestre donde hay tanto miedo a una posible subida de tipos anticipada.

Geográficamente, seguimos siendo muy optimistas en Estados Unidos. La inflación ya no es solo un problema que afecte principalmente a este país, sino que se ha expandido también por Europa a medida que estos se recuperaban. Por otro lado, encontramos, en general, mejores empresas en este mercado.

Esto no quiere decir que no estemos posicionados en Europa, al contrario. Simplemente, sobreponderamos EEUU. Además, dentro del antiguo continente, estamos especialmente enfocados en los países del norte de Europa: Suecia, Noruega, Alemania, Holanda, Suiza; tratando de huir de países del sur como España, Portugal o Italia.

En cuanto a China, la situación sigue siendo peliaguda. Los problemas que atraviesa el sector inmobiliario siguen ahí y cada vez son más las empresas que caen en la quiebra. Los elevados niveles de endeudamiento de las empresas y de los consumidores invitan a pensar en lo ocurrido en occidente en el año 2008. Esto es algo a tener en cuenta, recordemos que China es la fábrica del mundo y si esta se para el resto del mundo lo notará. Habrá que seguir de cerca la evolución de esta crisis de deuda.

## 4. Estrategia de inversión

### 4.1. FIELES A NUESTRA METODOLOGÍA

En Gesem tratamos de que nuestras decisiones estén respaldadas por una serie de principios y metodologías. Esto impide que podamos dejarnos llevar por los sesgos y tomar decisiones impulsivas. Para ello, contamos con

diferentes modelos cuantitativos que, junto con una serie de principios cualitativos, componen nuestra estrategia de inversión.

Por un lado, gracias a uno de nuestros modelos cuantitativos podemos ver en qué fase del ciclo económico estamos. Ya hemos visto anteriormente que podemos afirmar que estamos en una fase final del ciclo expansivo. Esto quiere decir que hay más riesgos de una desaceleración del crecimiento. Digamos que el paso que falta para que de lugar este enfriamiento o desaceleración de la economía sería la subida de tipos por parte de los bancos centrales.

## **4.2. SOBREPONDERADOS EN EEUU, USD E INFRAPONDERADOS EN RENTA FIJA Y CRIPTOS**

Con esta información, podemos afinar en nuestra selección de acciones. Concretamente, en un escenario como el actual, hay ciertos sectores que están “protegidos” por su modelo de negocio o los bienes y servicios que ofrecen. Empresas del sector salud o del consumo básico son algunos de ellos. Por otro lado, acertar en el timing de cuando dará comienzo la recesión es complicado, por no decir imposible. Por lo que mantendremos también exposición a aquellos sectores que se aprovechan de las fases finales del ciclo expansivo.

Estos son los sectores de; consumo discrecional, tecnológico, financiero o industrial. Esta fase del ciclo está caracterizada por un mayor gasto personal por parte de las familias. El buen estado de forma de la economía permite no solo dar mayor poder adquisitivo a las familias, sino que las expectativas sobre el futuro son también optimistas. Este sentimiento también se puede observar en las empresas, quienes aumentan su inversión y gasto.



Así, estos serán los sectores que emplearemos en nuestro modelo de selección de empresas. Este modelo nos permite obtener las mejores empresas de estos sectores.

Por otro lado, de acuerdo con lo dicho anteriormente, vamos a tratar de mantenernos alejados de la renta fija a plazos superiores a los 5 años, es decir, nos centraremos en renta fija a corto plazo. La única forma de protegernos de las subidas de tipos es esta, ya que a medida que se acerca el vencimiento, el precio de los bonos tenderá a 100.

El mercado de materias primas tampoco es un mercado que nos interese. Principalmente porque está copado de especulación y se comportan de forma muy volátil en momentos de incertidumbre. Además, dentro de este mercado tenemos también diferentes materias primas cuyo comportamiento se ve influenciado por el ciclo económico. Así, en momentos de crisis o de incertidumbre, el oro ha actuado generalmente como activo refugio, mientras que el resto de materias primas relacionadas con la industria se hundían como si de acciones se tratará. Por ello, creo que con asumir el riesgo del ciclo con el mercado de renta variable es suficiente.

Finalmente, la divisa que creemos que seguirá reinando en 2022 será el dólar. En Europa la pandemia está teniendo un impacto muy disperso en los diferentes países, lo cual provoca que el BCE no tenga la misma agilidad para actuar que la Fed. Ante una retirada de estímulos monetarios por parte de la Fed y con una menor retirada en el BCE, el valor relativo del euro frente al dólar debe de caer.

En ningún caso nos planteamos la exposición a los mercados de criptomonedas, ya que está quedando constatado la correlación que estas

tienen con las actuaciones de los bancos centrales, actuando más como activos en burbuja que como activos refugio. Esto incluye también al bitcoin, que por sus características podría ser la que más características en común tenga con el oro. Desde sus máximos marcados en 2021 lleva una caída cercana al 40%.