

Mercados: Estrategia y Visión Táctica

2021 Vuelta a la normalidad, para bien ¿y para mal?



Diciembre 2020



2021 será un año bueno “Nada puede malir sal”

- Entorno económico ¿Qué hay después de la vacuna?
 - Lo normal -crecimiento nominal muy bajo-
 - ¿o algo nuevo? “Green new deal” y reflación

- Activos
 - Renta Fija, cortando el cupón
 - Tipos bajos para siempre
 - High Yield apoyado por el ciclo
 - Renta Variable ¿cuánto falta para llegar?
 - Niveles: Los beneficios vuelven a la normalidad ¿y los múltiplos?
 - Sectores, rotación hacia dónde ¿la vieja normalidad o la nueva reflación?
 - Tendencias, la tercera muerte de Milton Friedman
 - Divisas euro fuerte
 - Materias Primas
 - Industriales
 - Oro ¿y si no hay reflación?

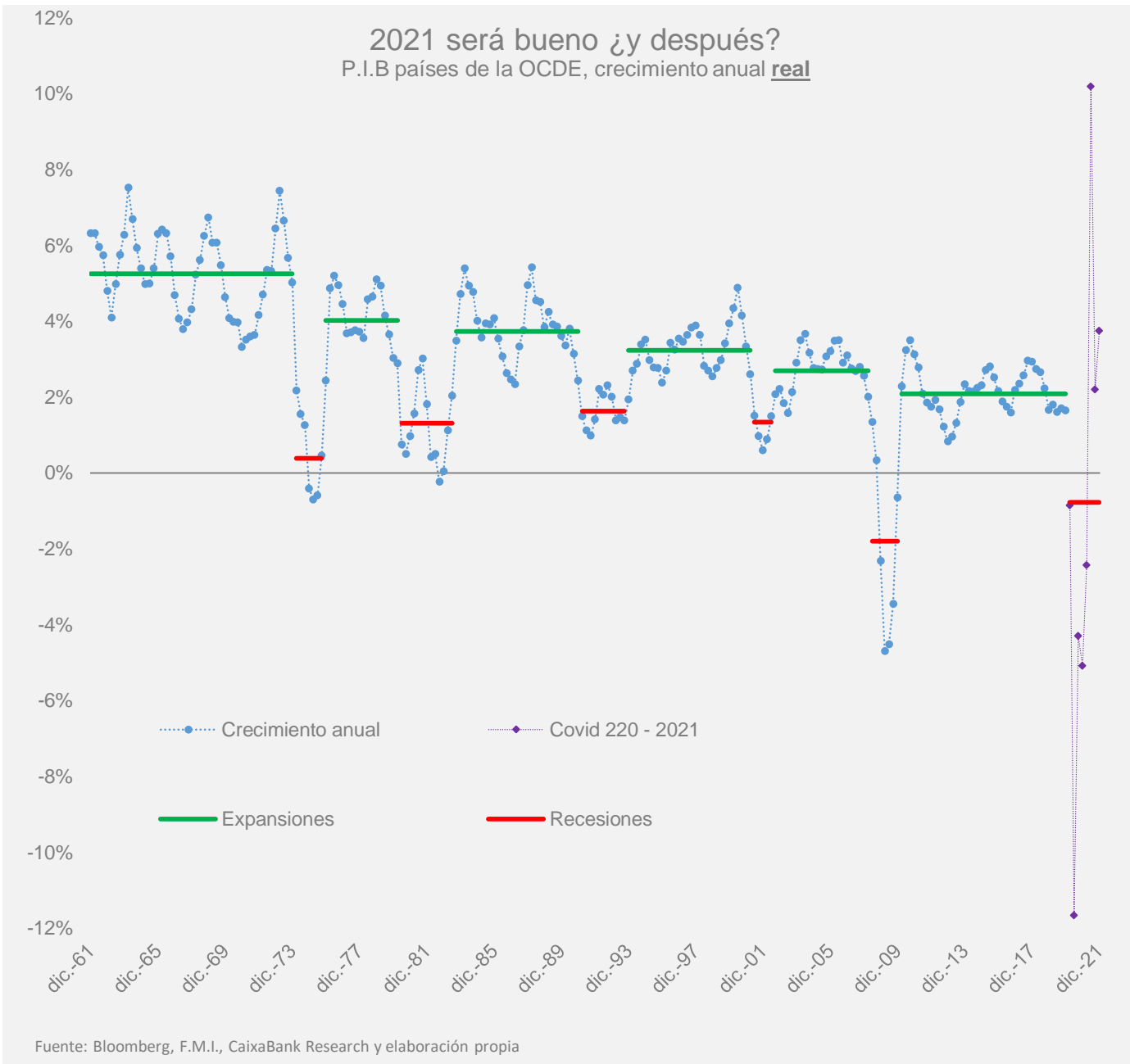
- Riesgos ¿Y si no llega la inflación? La espiral mortal- deuda / deflación -

2021 será un año bueno “Nada puede malir sal”

- Entorno económico ¿Qué hay después de la vacuna?
 - Lo normal -crecimiento nominal muy bajo-
 - ¿o algo nuevo? “Green new deal” y reflación

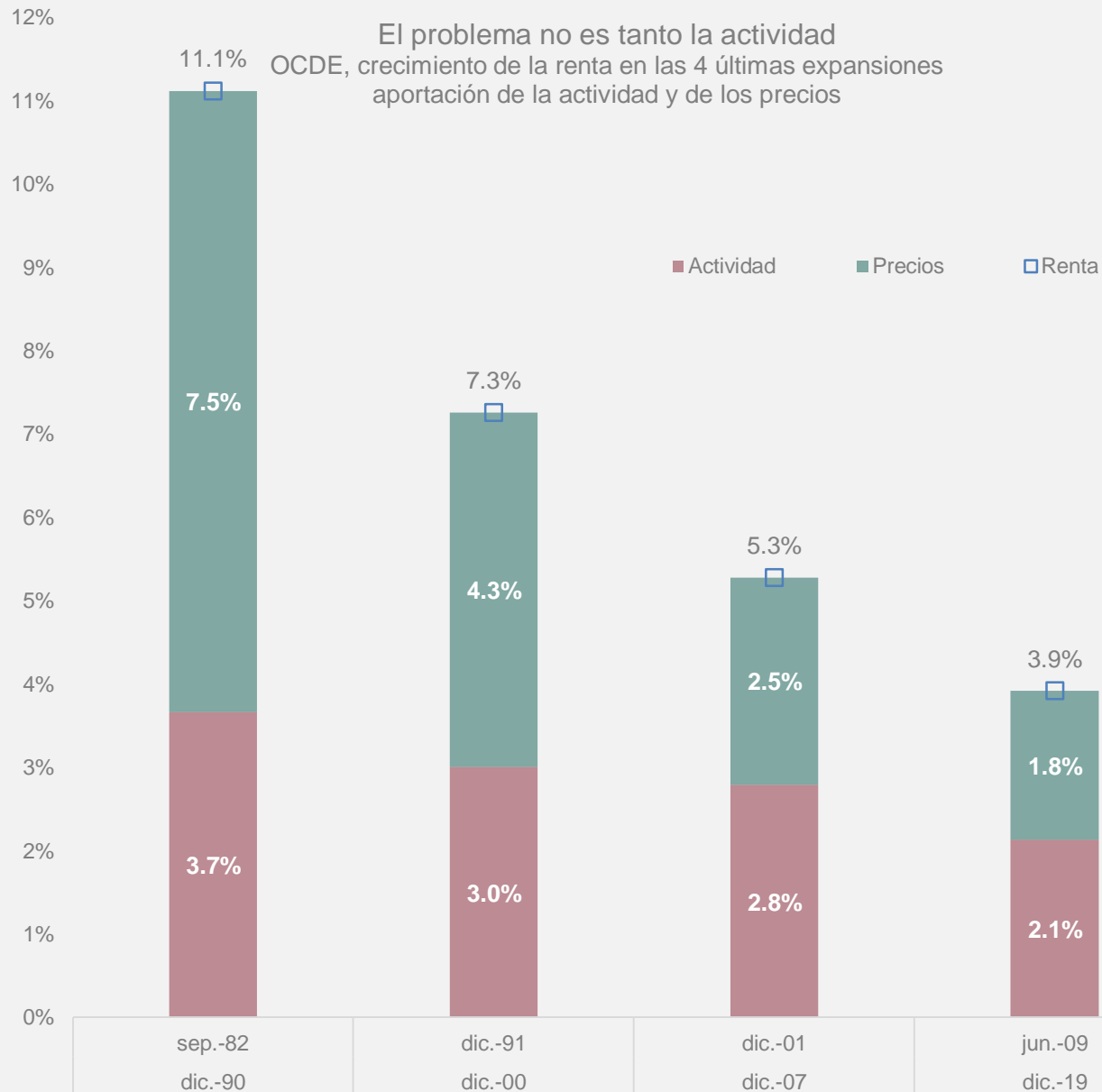


Entorno económico



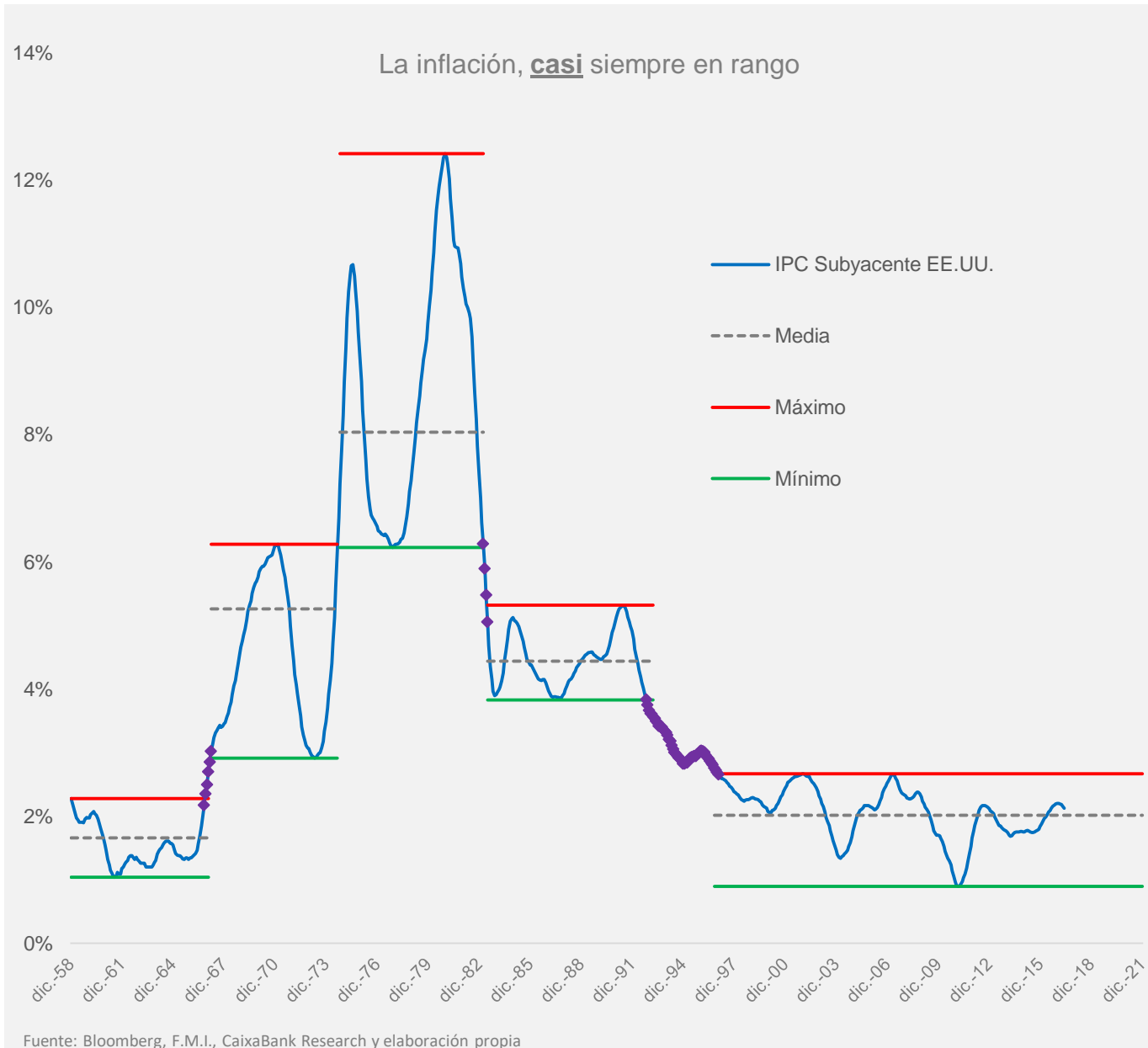
En 2021 recuperaremos la normalidad, antes o después, gracias a las vacunas, lo relevante es que ocurre a partir de esa recuperación "post vacuna". ¿Cómo será el próximo ciclo expansivo? Normal, para bien y para mal, o diferente. Y por supuesto sin olvidar los riesgos imprevistos, cuándo todos creemos que "nada puede malir sal" es cuándo ocurren los accidentes.

Entorno económico



Lo “normal” es que cada fase expansiva suponga un crecimiento de la renta inferior. La caída se explica por la actividad, pero sobre todo por los precios.

Entorno económico



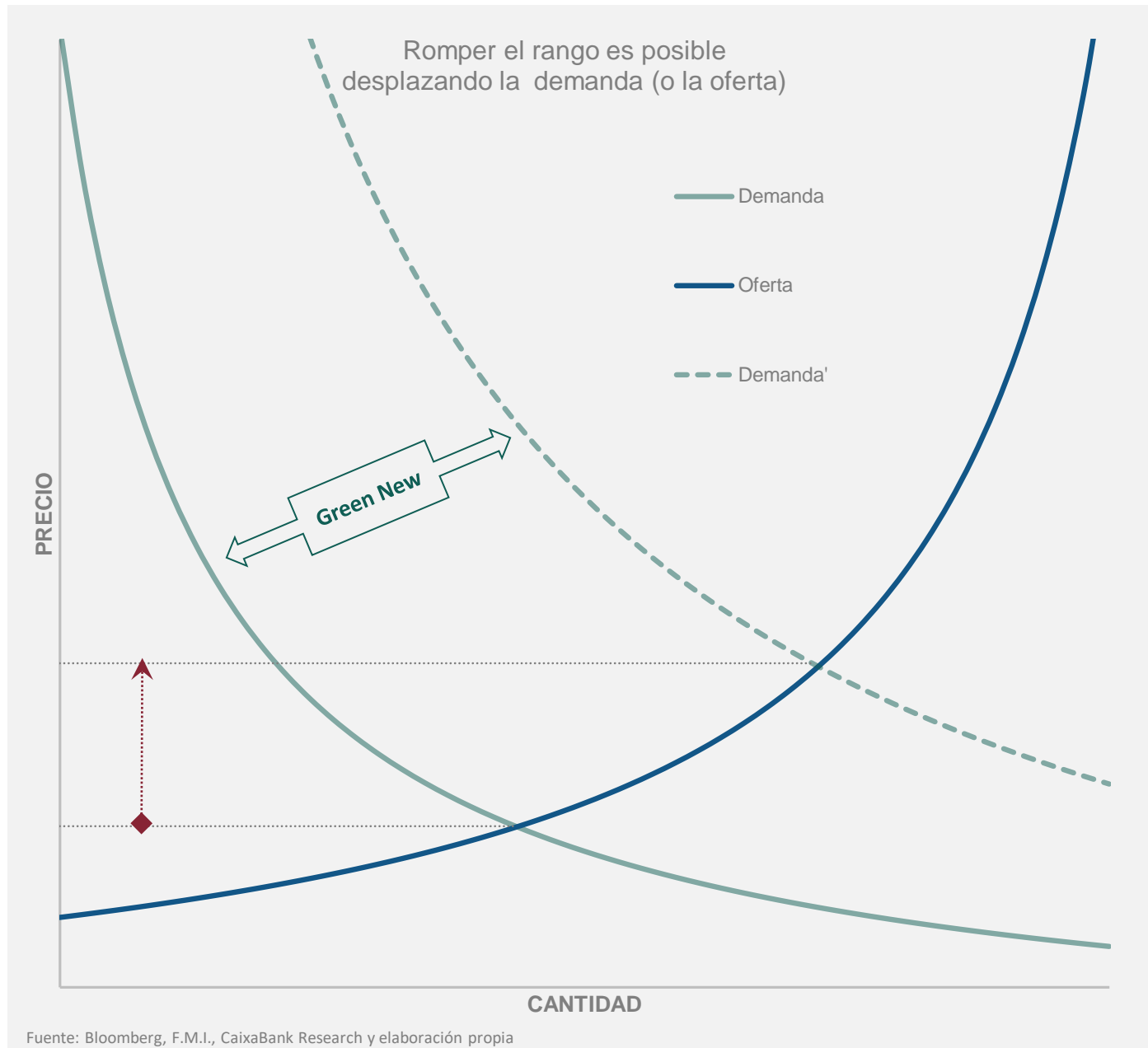
La inflación es fenómeno con mucha inercia, porque sobre todo se explica por nuestras expectativas colectivas; si todos creemos que los precios irán en una dirección eso ocurrirá.

Por eso la inflación tiende a moverse en rangos; la ruptura del rango se origina por cambios en la relación de oferta y demanda, “sobrecalentamientos” inflacionistas y recesiones deflacionistas.

El cambio puede ser muy brusco si el choque es suficiente para alterar drásticamente las expectativas colectivas, o más gradual si los cambios en la relación de oferta y demanda ocurren poco a poco.

En las dos últimas décadas la globalización y la revolución digital están provocando una caída, lenta pero significativa, en nuestras expectativas colectivas.

Entorno económico

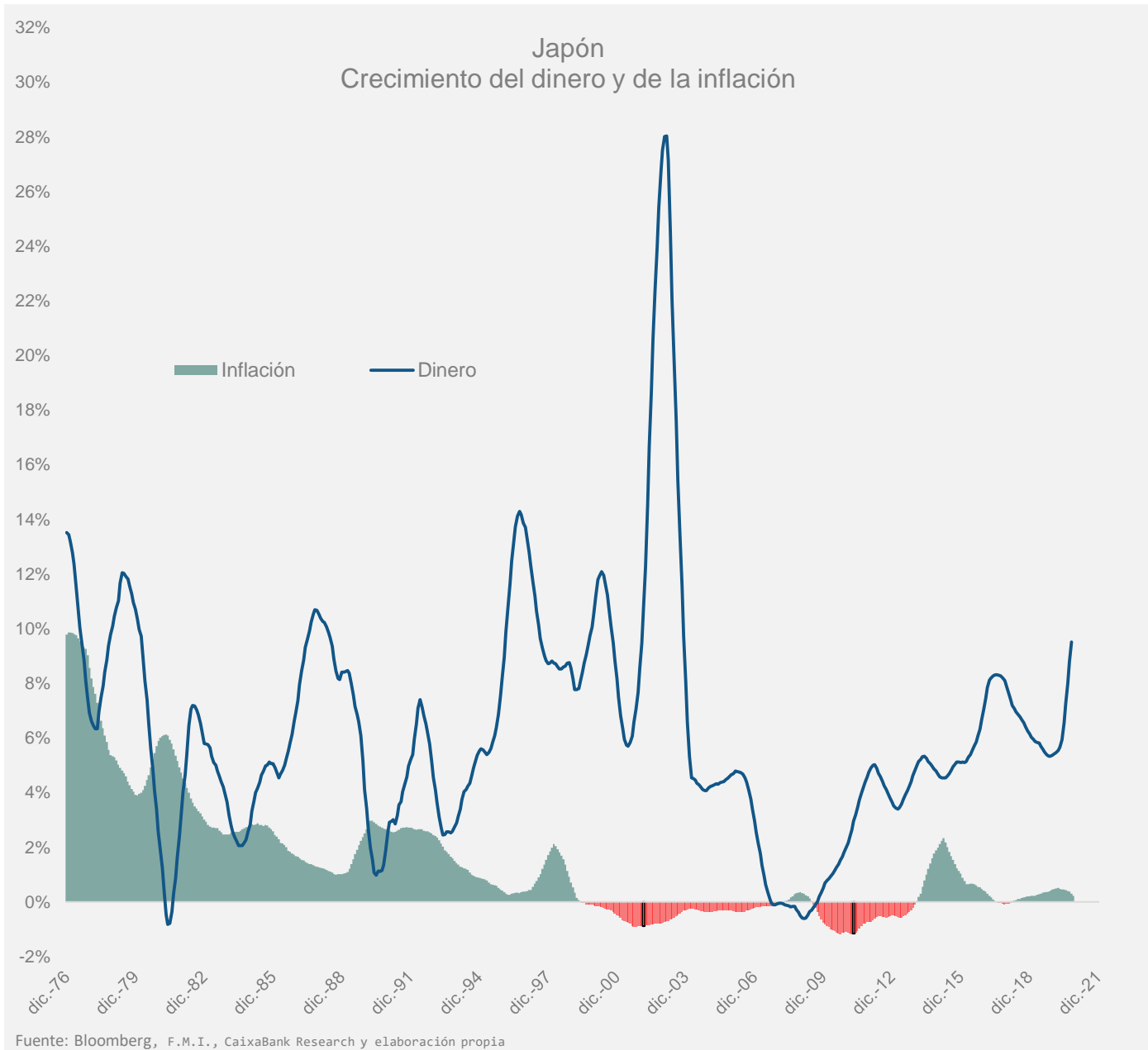


Para romper el rango, es necesario una buena “sacudida” a la oferta o a la demanda, y ese puede ser el factor diferencial en los próximos años.

La inversión pública necesaria para cumplir el acuerdo de París es enorme. Supondría un impacto similar al del “New Deal” que Roosevelt puso en marcha durante la Gran Recesión. La demanda crecería con la fuerza suficiente para romper la inercia y entrar en un ciclo “reflacionista”.

El problema es que en las democracias desarrolladas eso necesita unos consensos políticos muy amplios. En Europa lo hemos alcanzado, de momento, pero la incógnita es EEUU.

Entorno económico



El dinero, y su otra cara, la deuda, es el mecanismo necesario pero no suficiente, de los movimientos en los precios.

Los Bancos Centrales pueden bajar la inflación, creando recesiones, pero no pueden incrementarla. Japón es un buen ejemplo de que crear dinero, no sirve de nada si la economía no está dispuesta a utilizarlo.

Si iniciamos un ciclo de reflación por la inversión pública, los Bancos Centrales nos garantizan que el dinero no será el problema. Crearán la cantidad necesaria para acomodar, y financiar, esos programas de inversión.

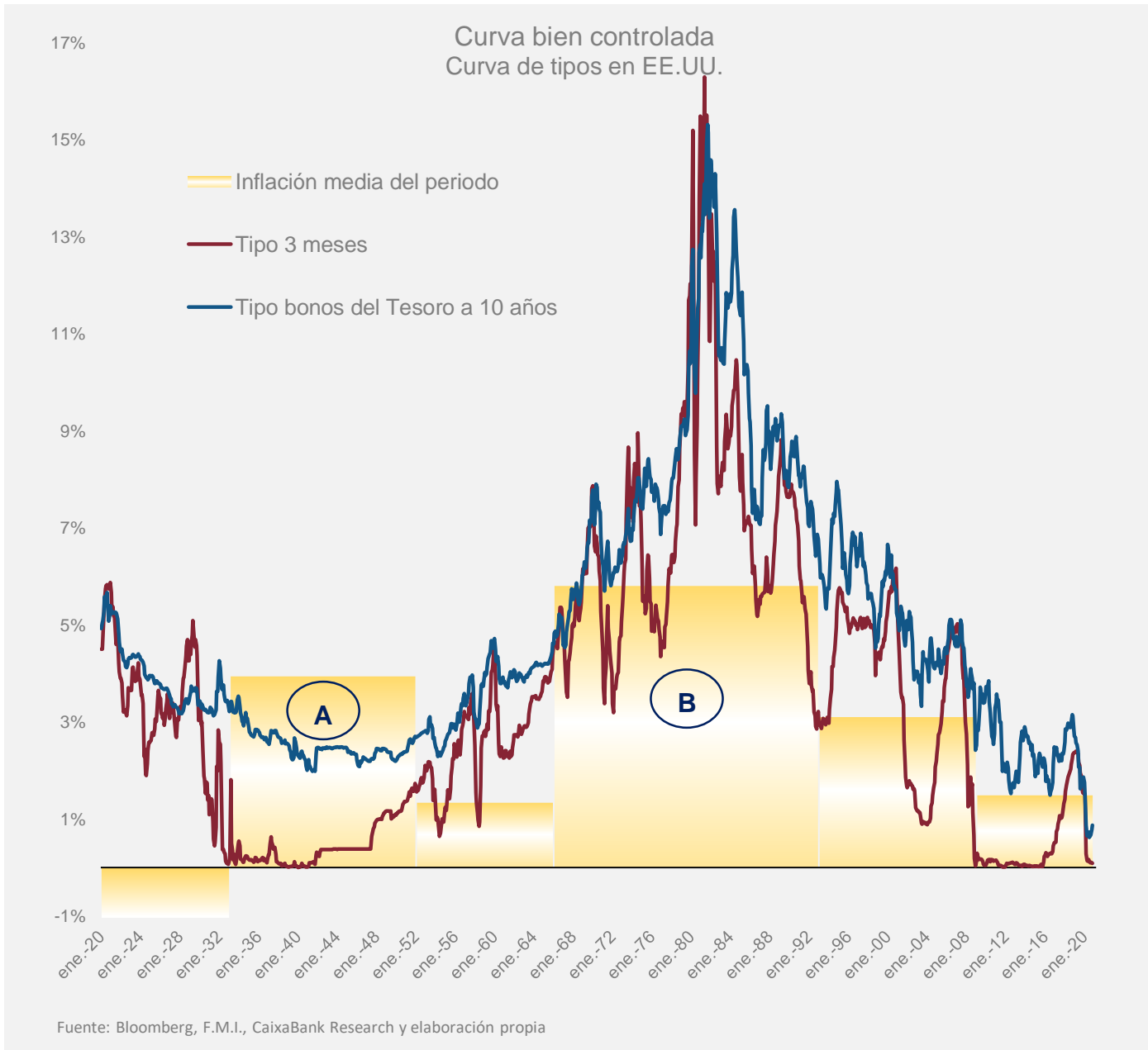
2021 será un año bueno “Nada puede malir sal”

- Activos

- Renta Fija, cortando el cupón
 - Tipos bajos para siempre
 - High Yield apoyado por el ciclo
- Renta Variable ¿cuánto falta para llegar?
 - Niveles: Los beneficios vuelven a la normalidad ¿y los múltiplos?
 - Sectores, rotación hacia dónde ¿la vieja normalidad o la nueva reflación?
 - Tendencias, la tercera muerte de Milton Friedman
- Divisas dólar débil
- Materias Primas
 - Industriales
 - Oro ¿y si no hay reflación?

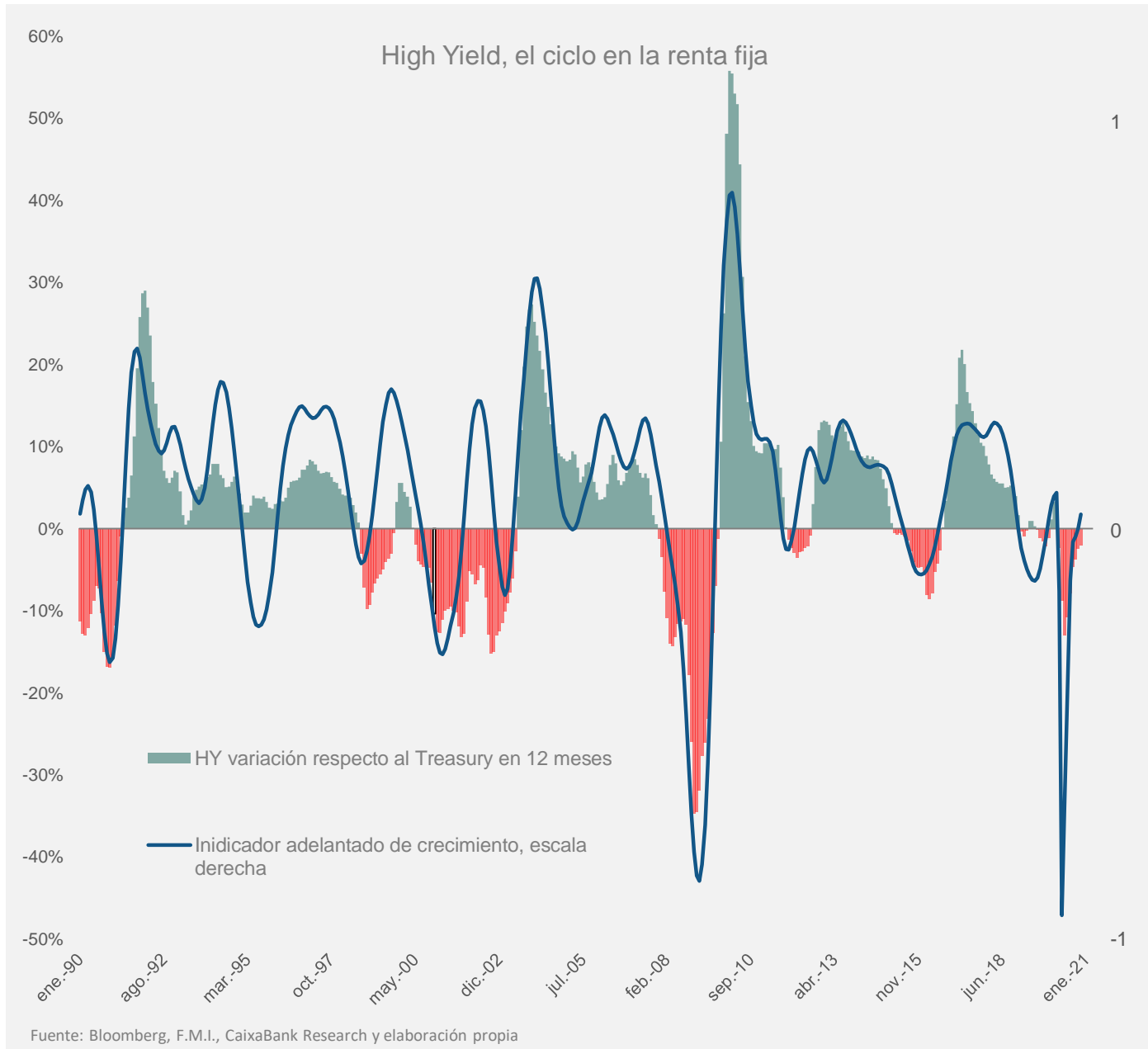


Renta fija



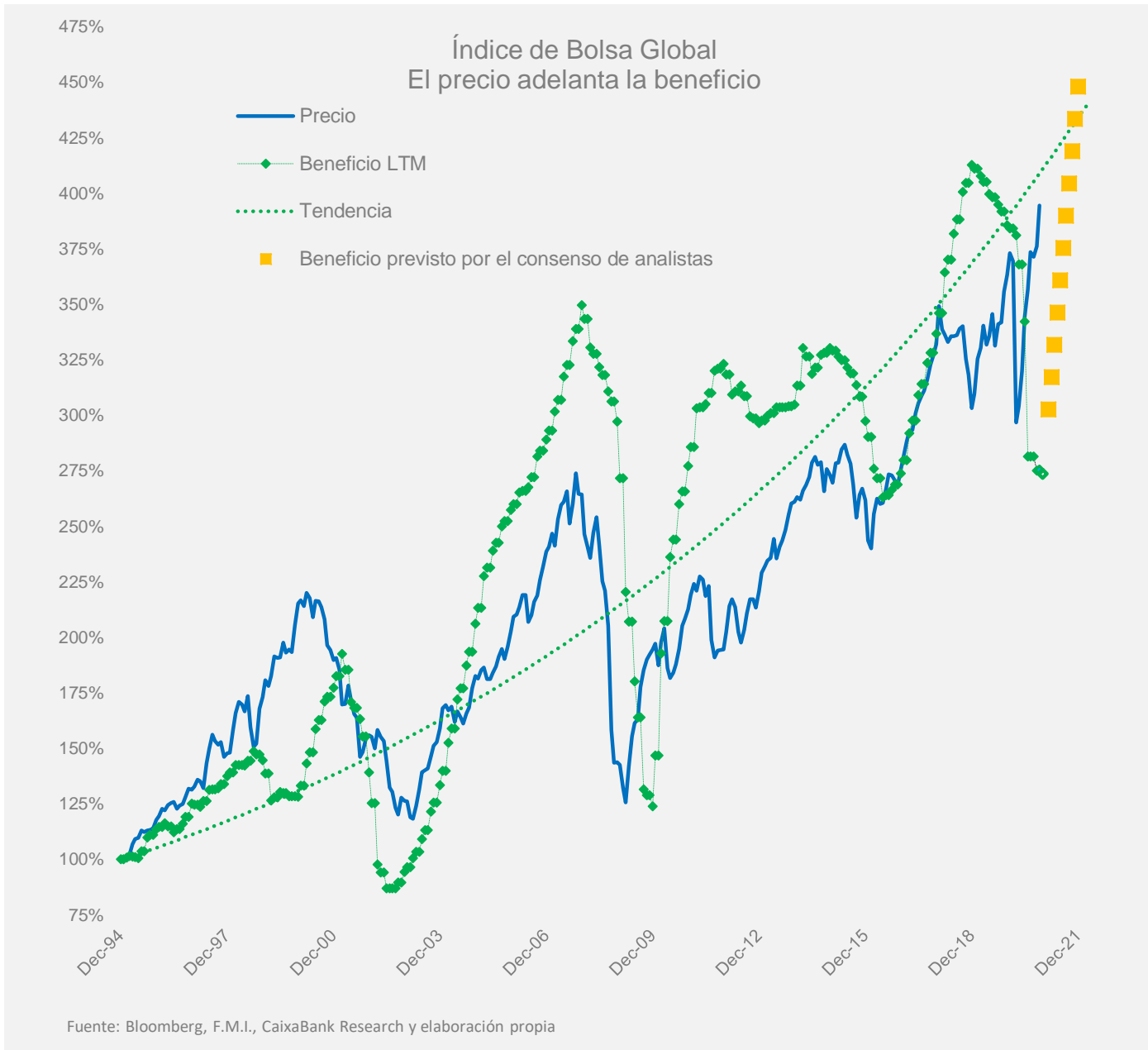
Tipos bajos para siempre. Los Bancos Centrales siempre tienen que escoger entre riesgos. Cuando lo importante es la solvencia del sistema, la inflación es un objetivo secundario, son las épocas de represión financiera. Los tipos se sitúan sistemáticamente por debajo de la inflación. Ocurrió en EEUU entre 1934 y 1952, y creemos que vuelve a ocurrir ahora.

Renta fija



En renta fija, la rentabilidad relativa de los activos, segmentados por calidad crediticia, tienen una correlación casi perfecta con el ciclo económico. En la expansión “post vacuna” la deuda de peor calidad - High Yield, bonos subordinados - lo hará mejor que la de mayor calidad. Pero un entorno de tipos negativos, ese mejor comportamiento relativo, puede traducirse en rentabilidades finales bastante anémicas.

Renta Variable



El consenso descuenta una vuelta a la normalidad en los beneficios, que los precios, como es normal, han anticipado sobradamente.

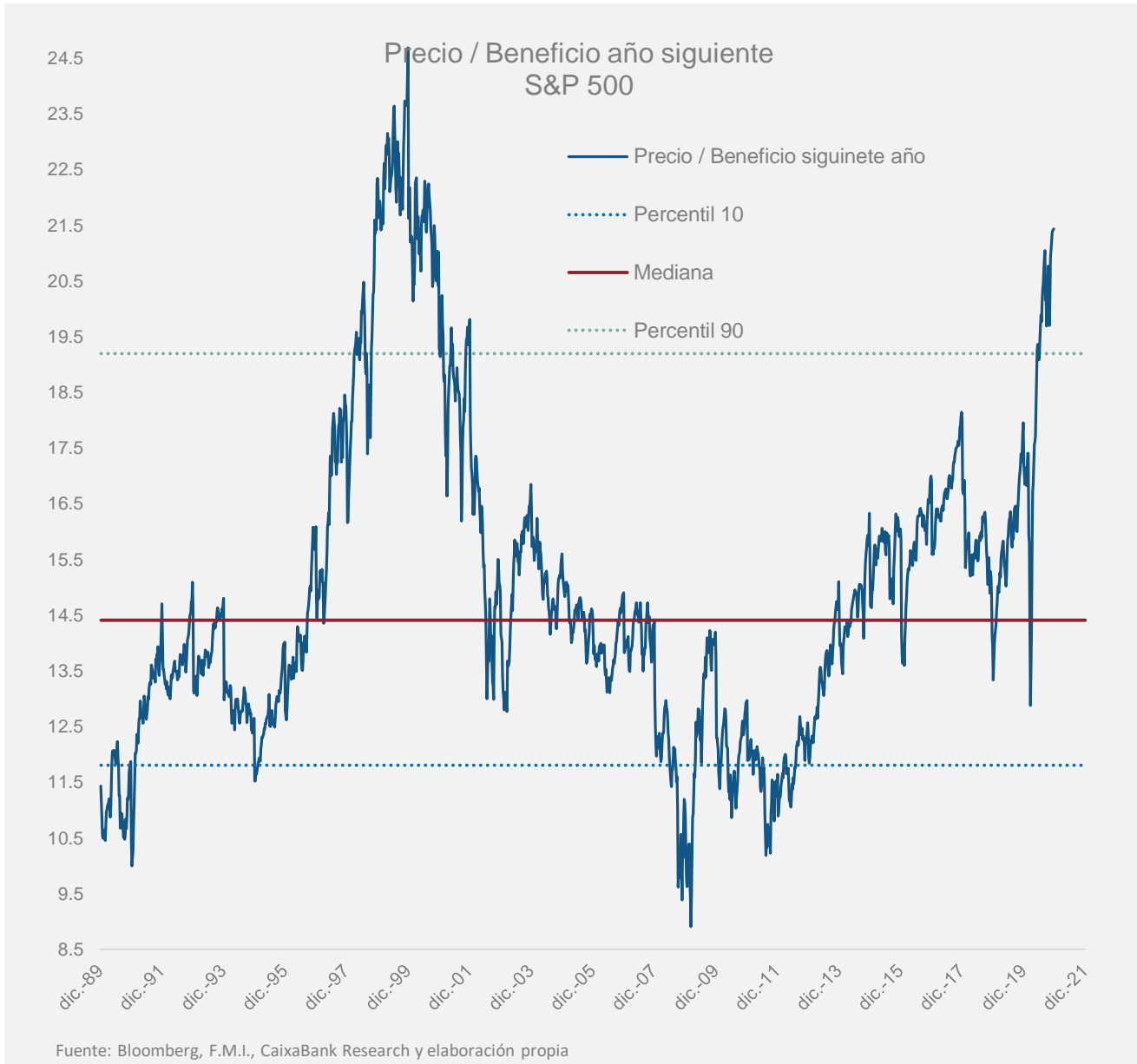
El ciclo alcista de finales del S. XX se caracterizó por la “euforia irracional”, el precio crecía mucho más deprisa que los beneficios.

El ciclo expansivo de principios de este siglo, fue racional en el comportamiento relativo de precios y beneficios, pero estaba construido sobre la burbuja hipotecaria.

El ciclo expansivo que comenzó en 2009, ha sido el de la “hipocondría” con caídas frecuentes y profundas en los precios mientras los beneficios subían.

¿Cómo será el ciclo que iniciamos ahora? Quizás volvamos al inicio....

Renta Variable

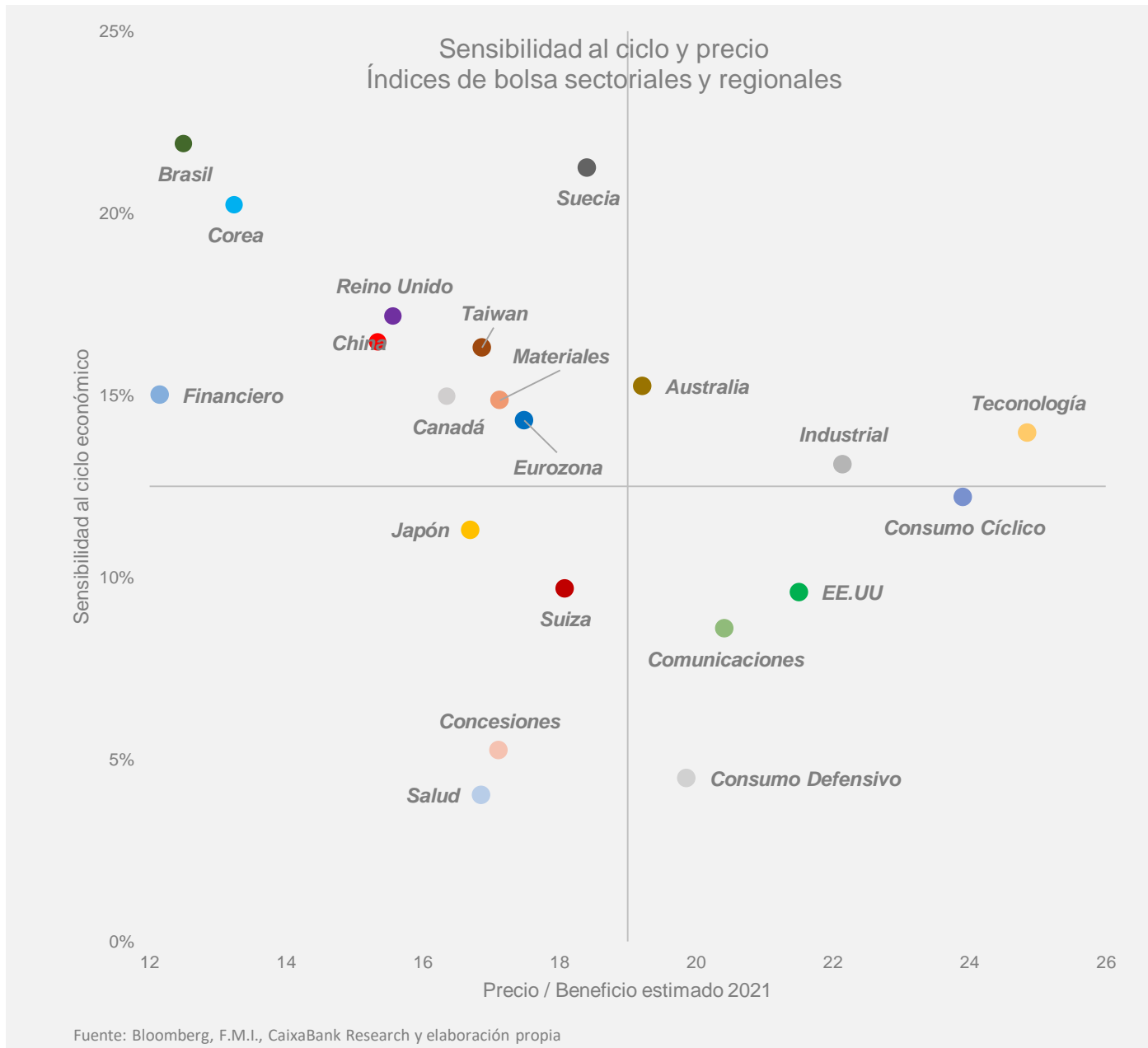


Pero la valoración está muy por encima de lo normal. Usando el múltiplo de cuánto pagamos por los beneficios esperados, el S&P 500 cotiza a 21,5 veces (pagamos 21,5 dólares por cada dólar de beneficio esperado). Son niveles sólo superados en la fase final de la “euforia irracional” del ciclo expansivo de finales del S.XX.

Si durante 2021 volvemos a niveles más normales en ese múltiplo, el beneficio en 2022 debería crecer de manera “anormal” para que el índice no caiga. Es posible, en el marco de un “Green New Deal”, pero no seguro.

La alternativa es pensar que la valoración no caerá, otra vuelta a la “euforia irracional”.

Renta Variable



Afortunadamente los índices más sensibles al ciclo son también los más baratos.

El entorno de bajo crecimiento económico, ha empujado a los inversores hacia las empresas con capacidad “interna” de crecimiento, mientras que huían de los sectores más dependientes del ciclo económico. El proceso, que ya dura varios años, se ha exacerbado en 2020. El resultado es que la diferencia de valoración ha alcanzado niveles record.

En la expansión “post vacuna”, estos sectores mas ligados al ciclo serán beneficiados, por lo que en los próximos trimestres debería continuar la rotación iniciada en las últimas semanas de 2020.

Si se confirma el cambio hacia un ciclo reflacionista la rotación puede ser muy profunda y duradera.

Renta Variable



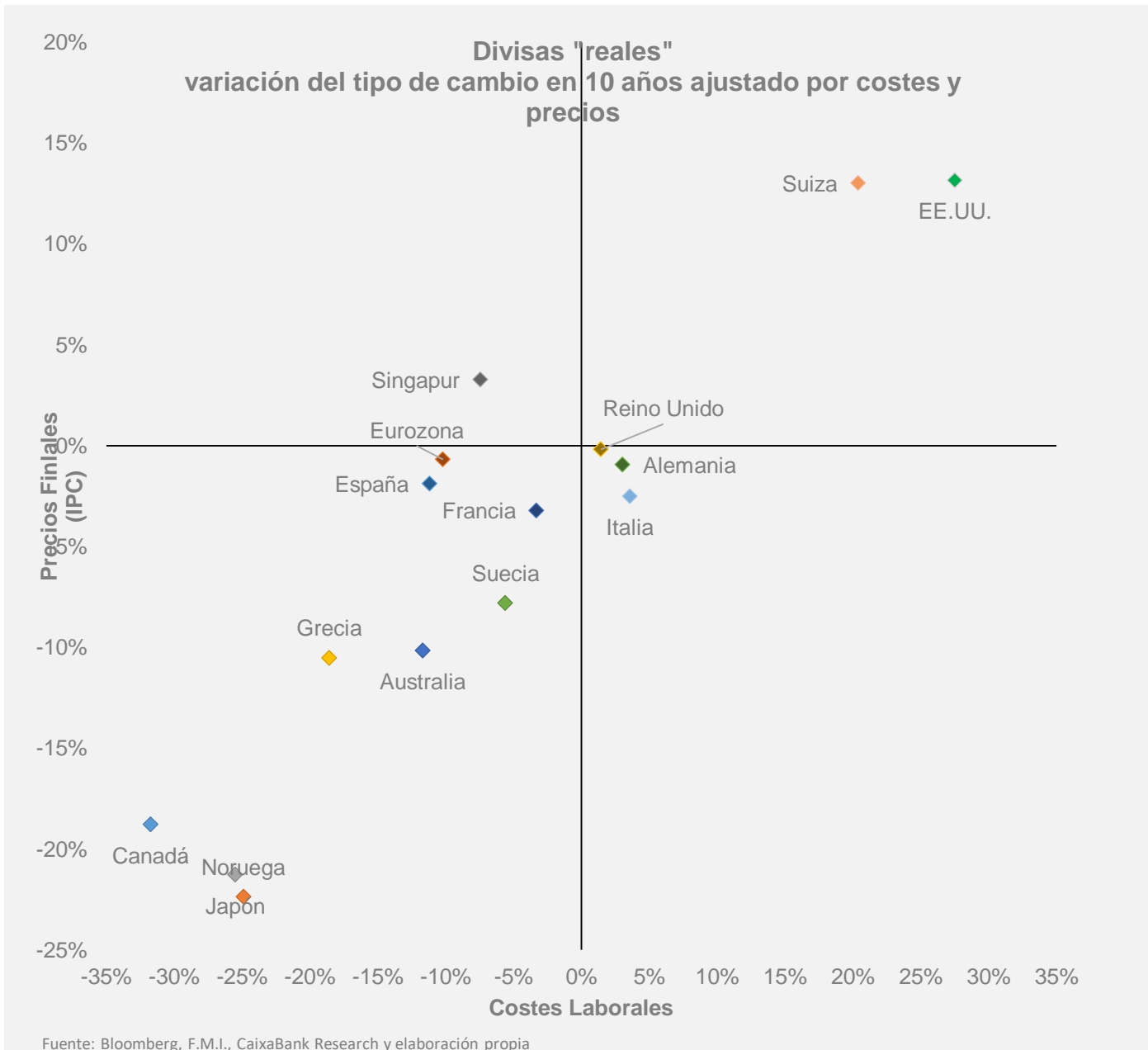
La tercera muerte de Milton Friedman.

Milton Friedman, quizás el economista que más influyó en el consenso liberal que Reagan y Thatcher iniciaron en 1981, falleció en noviembre de 2006.

Antes lo había hecho su teoría monetaria (él mismo dijo “Ahora somos todos keynesianos”).

El auge de la inversión, en la que se tienen en cuenta los aspectos de sostenibilidad medio ambiental y social de las empresas, (Inversión socialmente responsable) lleva camino de enterrar otra de sus grandes contribuciones, que “La responsabilidad social de las empresas es únicamente incrementar sus beneficios dentro del orden legal establecido”. Parece que los inversores creen que no.

Divisas



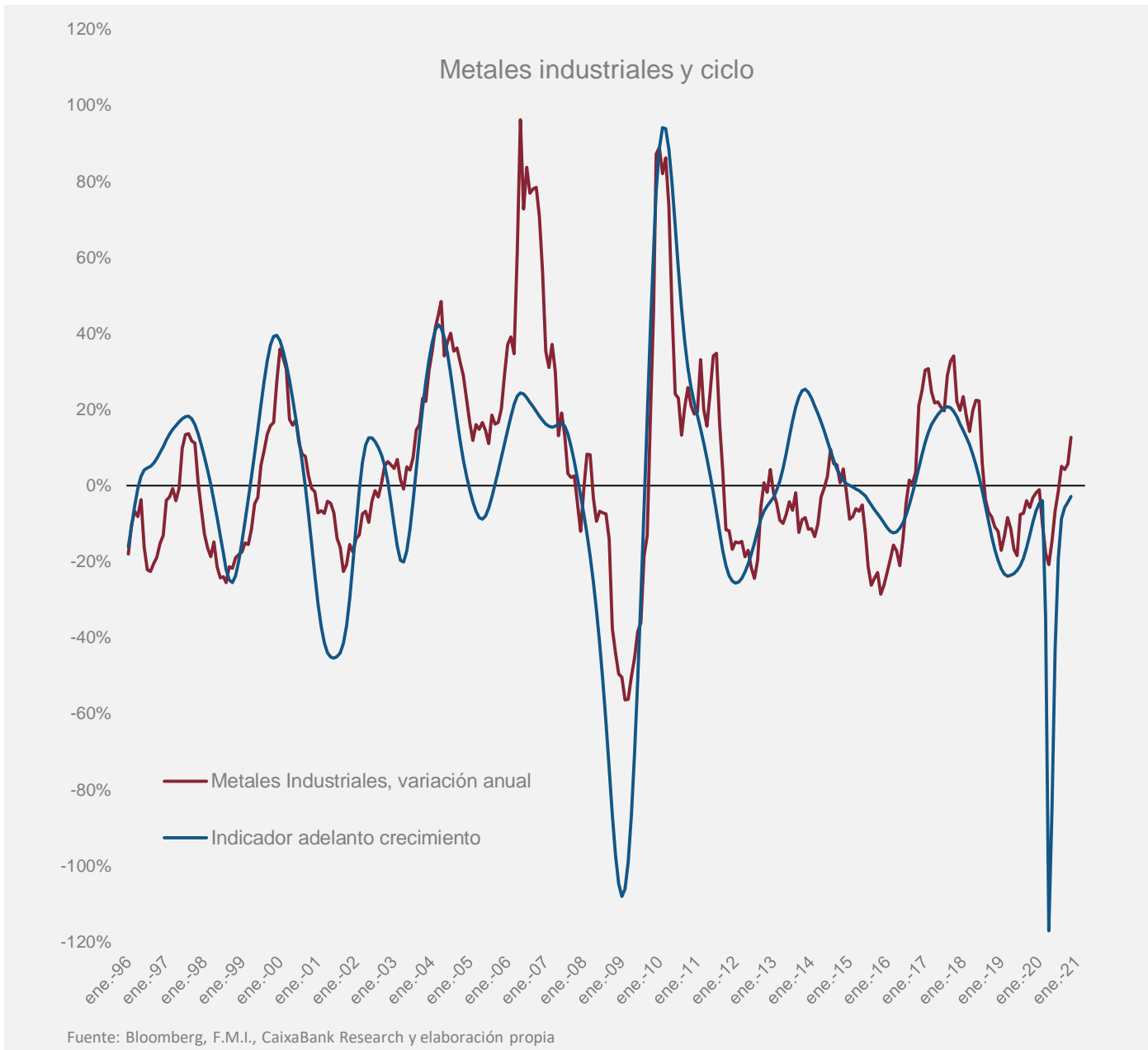
Las políticas monetarias convencionales y no convencionales aplicadas por los bancos centrales han tenido su impacto en las divisas, lo que se une el riesgo de “ruptura” del euro.

Esto ha supuesto en el caso de EE.UU y Suiza una pérdida de competitividad de sus divisas.

Podríamos decir la fortaleza del dólar ha significado que EE.UU “exportaba crecimiento”, mientras que en la Eurozona o Japón “importábamos crecimiento”.

Esta situación ha comenzado a revertirse, y el dólar puede entrar en una época larga de debilidad.

Materias primas



Las materias primas, son el activo más sensible al ciclo económico y a la vez con menos capacidad de adelantarlo.

La expansión “post vacuna” nos hace ser optimistas con la evolución de las materias primas en 2021.

Materias primas



Fuente: Bloomberg, F.M.I., CaixaBank Research y elaboración propia

El oro tradicionalmente se ha usado como refugio en los momentos de mayor turbulencia y como defensa contra la inflación.

Pero si analizamos con algo más de perspectiva su evolución, vemos que esa virtud de refugio “anti inflación” sólo ha funcionado en dos momentos muy concretos, al inicio del “New Deal” y en la hiper inflación de la década de 1970. El resto del tiempo ha sido de poca ayuda, o incluso un lastre. Quien compró oro en 1980 todavía no ha recuperado su inversión; quizás en “Green New Deal”, si se materializa, sea una segunda oportunidad para el metal precioso.

2021 será un año bueno “Nada puede malir sal”

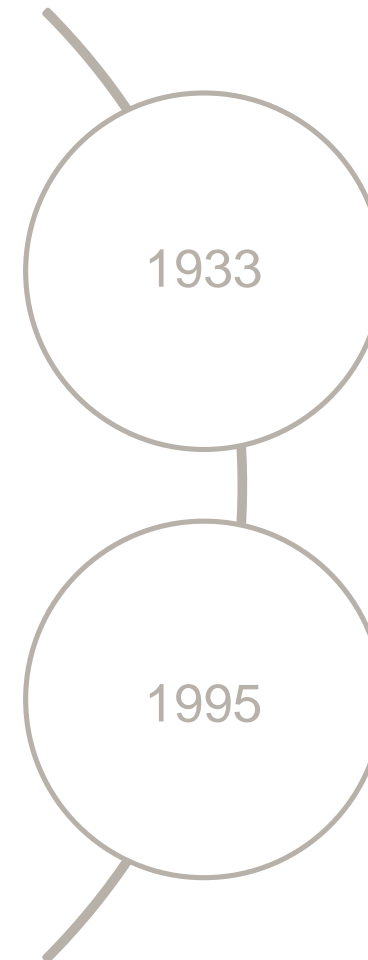
- Riesgos ¿Y si no llega la inflación? La espiral mortal- deuda / deflación -

**THE DEBT-DEFLATION THEORY
OF GREAT DEPRESSIONS**

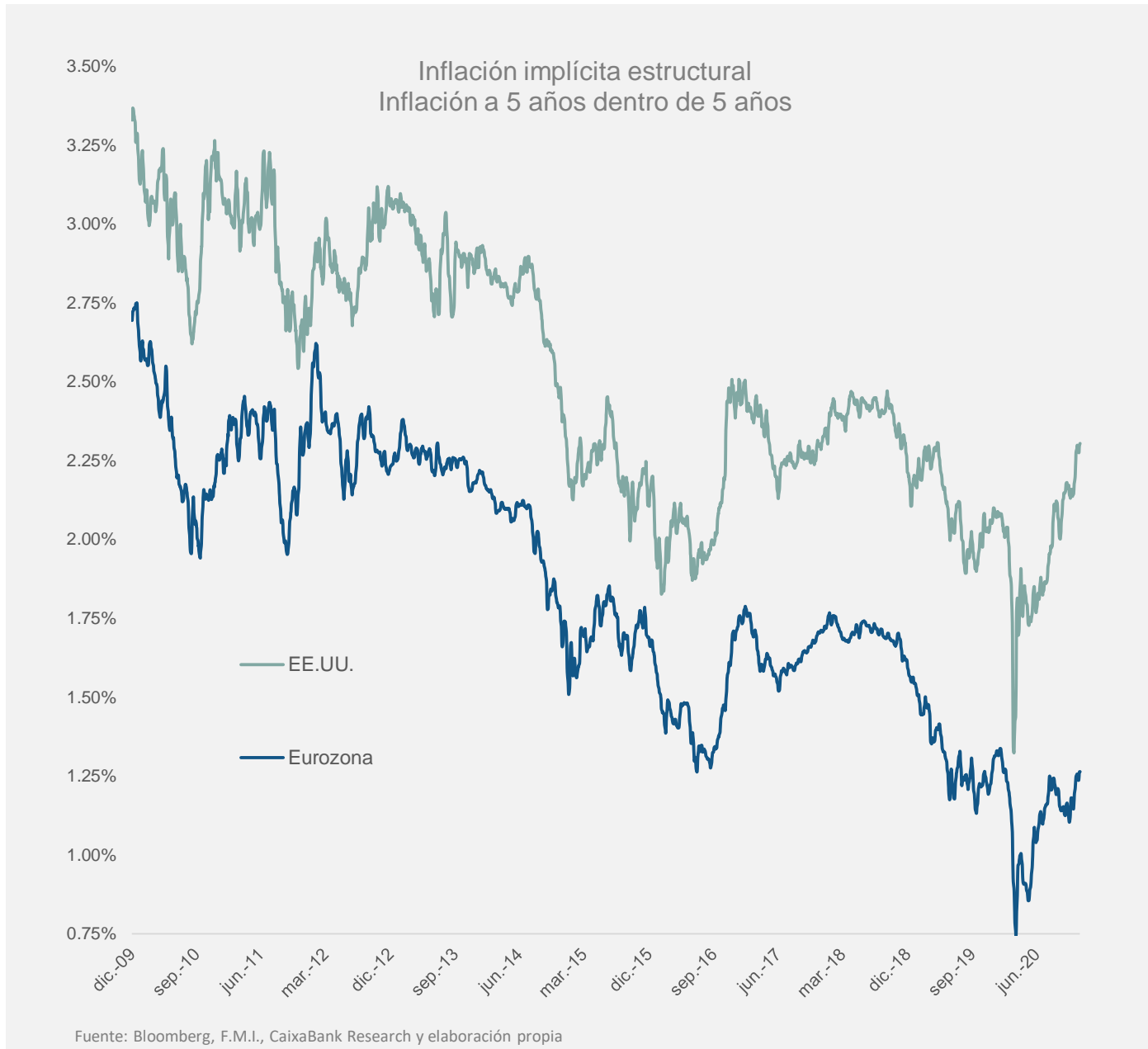
BY IRVING FISHER

**The Macroeconomics of the Great Depression:
A Comparative Approach**

BEN S. BERNANKE



Riesgos ¿Y si no llega la inflación?



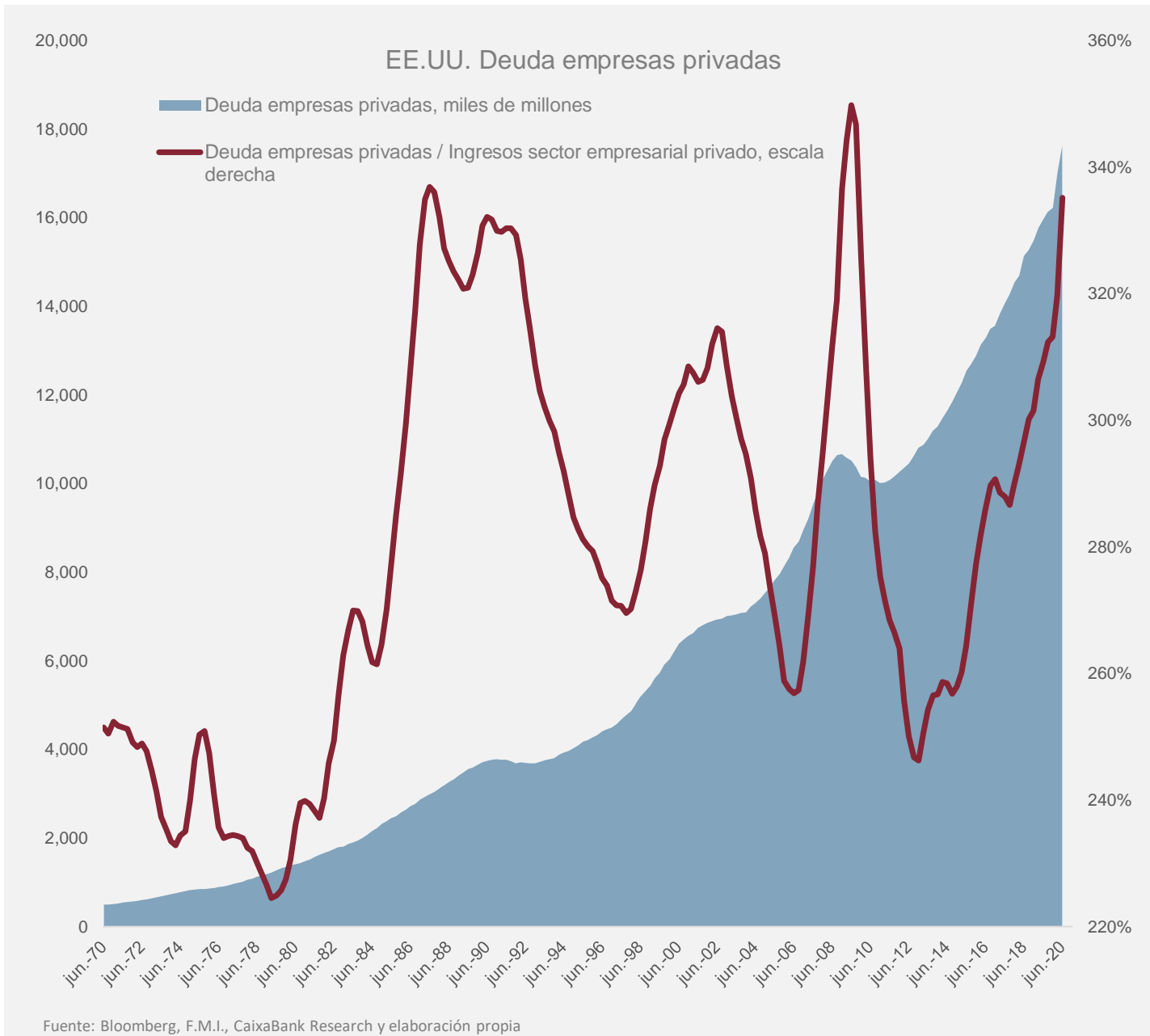
Pese a la recuperación de la normalidad que esperamos a lo largo de 2021, los inversores son escépticos sobre la reflación.

Los mercados financieros cotizan la inflación esperada en horizontes de hasta 30 años. La tasa de inflación para dentro de cinco años, implícita en esas cotizaciones, está libre de cualquier influencia cíclica de corto y medio plazo. Es por eso, un reflejo de la inflación “de fondo”, la que los inversores creen, que se producirá en media a lo largo del ciclo.

Esas expectativas de inflación, han caído de manera continua durante los últimos años, y pese a la recuperación reciente, todavía están por debajo de los niveles de principios de 2019.

El escepticismo, parece indicar que la apuesta por la reflación no es, de momento, el consenso del mercado.

Riesgos ¿Y si no llega la inflación?

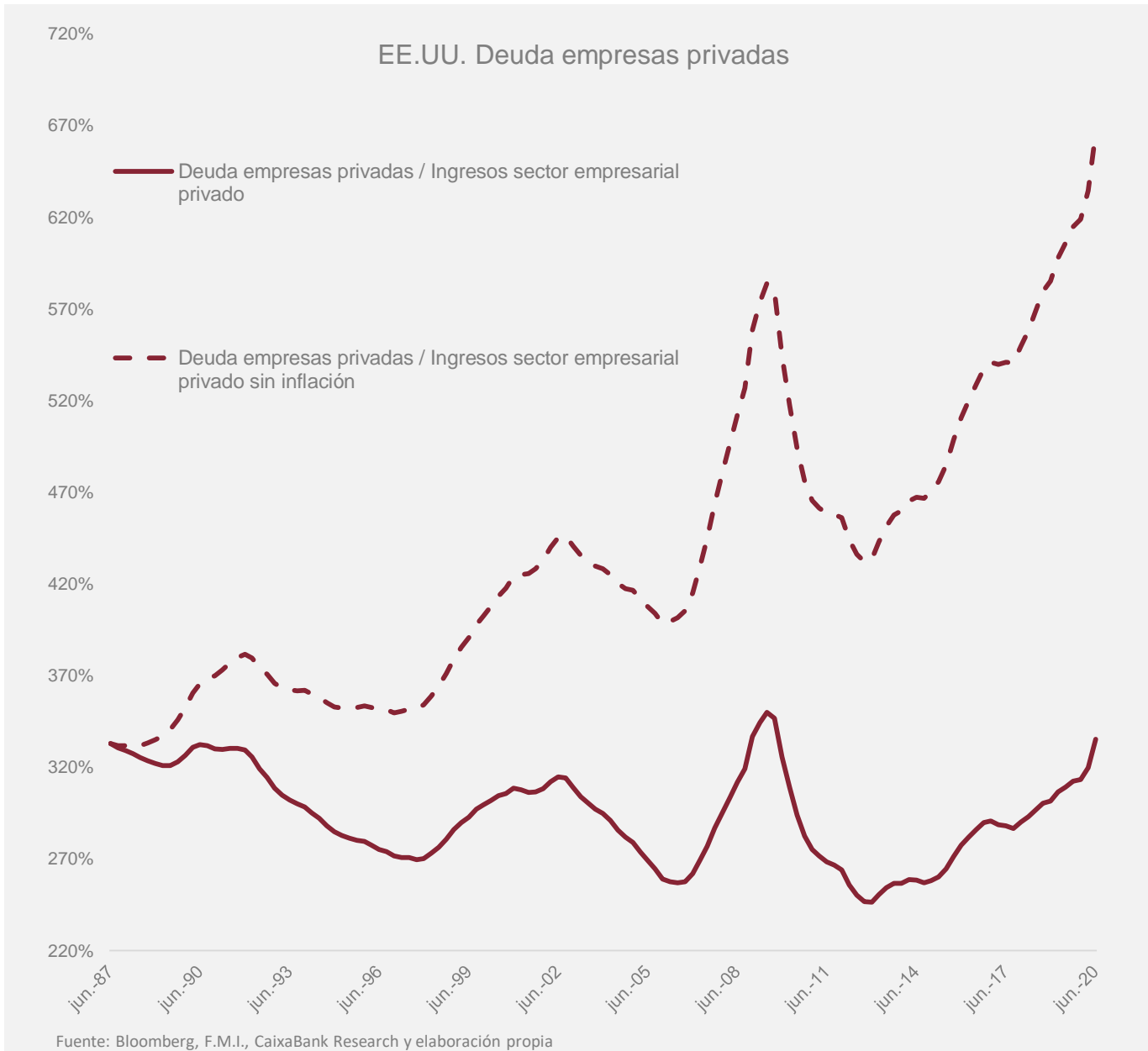


La deuda tiene un valor fijo, mientras que las rentas fluctúan. La solvencia de un deudor, se mide por el peso de la deuda sobre su renta. Esa evidencia, llevó a Irving Fisher a formular la hipótesis de la “Espiral de deuda y deflación”. La hipótesis, recuperada y analizada por Ben Bernanke en 1995, dice que cuando la renta cae, y la solvencia empeora, los deudores ven reducida su capacidad de gasto, lo que incrementa la caída de la renta etc., en un bucle de retroalimentación positiva que acaba en colapso.

Hay abundante evidencia empírica, que apoya esta hipótesis. El deterioro de la solvencia empresarial, se traduce en caídas de la inversión, el de las familias en caída del consumo cíclico etc.

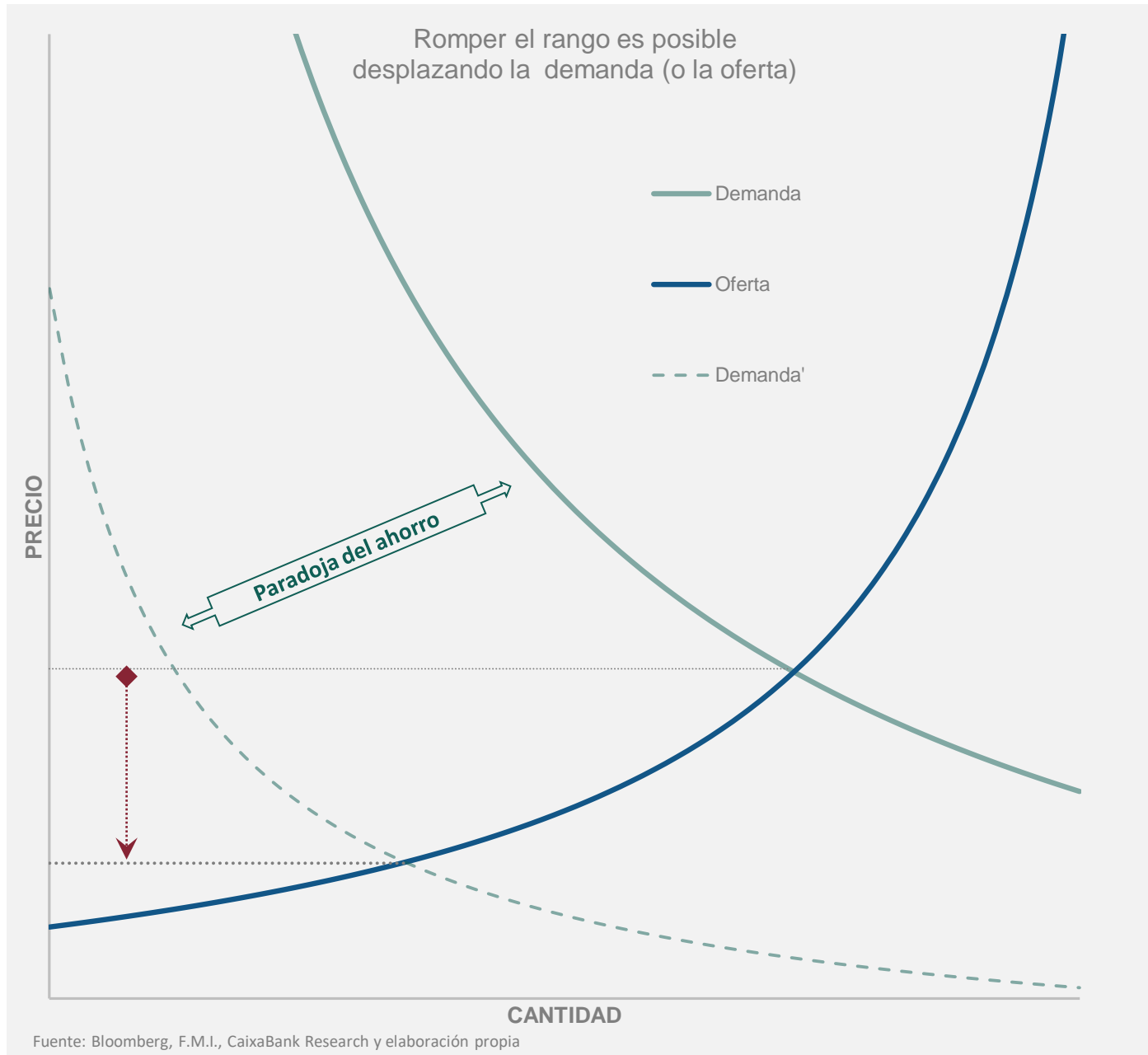
La situación actual no es halagüeña, la pandemia ha supuesto un incremento en el endeudamiento a niveles récord, si los ingresos no suben el riesgo de la “Espiral” es real.

Riesgos ¿Y si no llega la inflación?



La evolución de los precios, es un componente fundamental del crecimiento de los ingresos. En un ejercicio teórico, partiendo del pico de endeudamiento empresarial en 1987, si eliminamos al componente de precios, la deuda sería, en relación a la renta, el doble, aunque claramente la economía habría colapsado mucho antes.

Riesgos ¿Y si no llega la inflación?



Si la vuelta a la normalidad, nos lleva a un escenario de crecimiento más bajo que el de los últimos años, el elevado nivel de deuda incrementa el riesgo de que la “sacudida a la demanda” sea la inversa de lo que necesitamos.

En agregado, todo lo que gastamos es todo lo que ingresamos, (el gasto de cada agente es el ingreso de otro), por eso es imposible que la economía, en su conjunto, “ahorre”, como lo haría una familia o una empresa. Si todos intentamos gastar menos, todos ingresamos menos.

Ese fenómeno, conocido como la “paradoja del ahorro”, puede llevarnos a romper a la inercia de la inflación en el sentido equivocado, hacia una deflación con caídas en los precios y entrar en la temida “Espirale Deuda Deflación”. Esperemos que no sea así.

Advertencias legales

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/s financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo.

Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo.

Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiable, dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el nº15. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U., está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 36997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965.

©CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U. Todos los derechos reservados. En particular, se prohíbe su reproducción, comunicación y acceso a terceros no autorizados.

