

## **2022:** El primer año del resto de nuestras vidas

La inflación puede ser un catalizador positivo para nuestros activos. La moderación de la política monetaria y el incremento de los tipos de interés son especialmente dañinos para compañías sobrevaloradas y beneficiosos para nuestras carteras.





## 2021

En el año que acabamos de cerrar hemos observado dos mitades claramente diferenciadas en cuanto al estilo de inversión triunfante. Con la esperanza de la salida de la crisis del coronavirus a lo largo del primer semestre, la inversión “value” fue la clara ganadora durante esa primera mitad del año. El segundo semestre fue otra cosa distinta. La quinta ola y el temor a variantes más peligrosas (como parecía serlo Delta) provocaron la prolongación del discurso expansionista de los banqueros centrales. Como resultado, el dinero volvió a entrar con fuerza en aquellos valores considerados refugio primando lo que está de moda y sobrevalorado, y obviando de nuevo los criterios fundamentales.

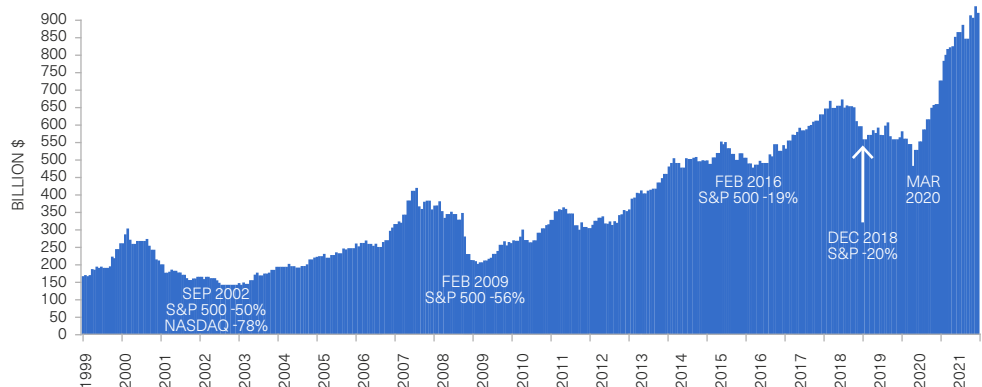
Durante los dos últimos años la principal palanca del mercado ha sido el exceso de liquidez provocado por la intervención de las autoridades monetarias, y consecuentemente la presencia masiva de inversores no profesionales y el auge de la especulación cortoplacista. Quien haya querido entrar en este juego, puede haber ganado o perdido dinero, pero dadas las variables que han movido el mercado, en cualquiera de los casos lo ha hecho asumiendo riesgos importantes en sus inversiones (entendiendo esto como la probabilidad de pérdida permanente de capital).

Un síntoma evidente de lo antedicho es que, a pesar de que un 40% de las compañías del Nasdaq han reducido su valor en más de un 50% desde sus máximos de los últimos doce meses, dicho índice se haya revalorizado un +26,6% en 2021. ¿La razón? La concentración del mercado, donde sólo cinco nombres (Apple, Microsoft, Tesla, Alphabet y Nvidia) explican más de la mitad de la subida de todo el índice.

Un dato relevante sobre esta fiebre es el aumento de la deuda que ofrecen los brokers de bolsa a sus clientes para comprar acciones, la conocida como “Margin Debt”. El exceso de liquidez ha calentado los precios, lo que atraía nuevo dinero, que a su vez hacía subir más las cotizaciones. Esto no es nada nuevo, y siempre ha acabado igual, pero esta vez las dimensiones no tienen precedentes.

### MARGIN DEBT

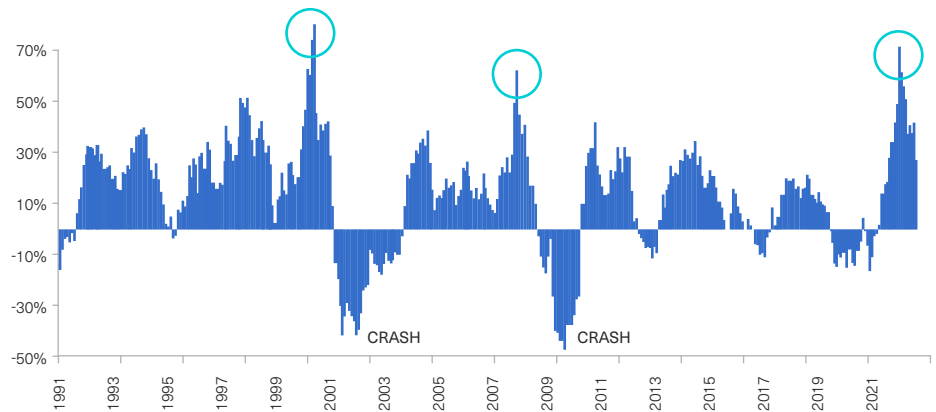
(miles de millones USD)



Fuente: FINRA, Wolfstreet.com



## % CAMBIO ANUAL MARGIN DE DEBT



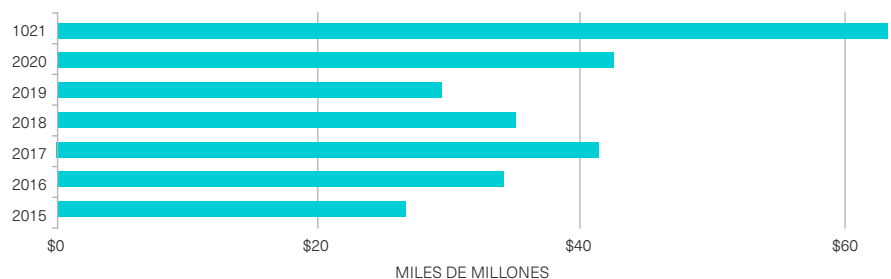
Fuente: FINRA, Wolfstreet.com

Otro dato a tomar en consideración es que, a falta de los datos del último mes del año, los ejecutivos de las compañías del S&P500 han vendido en 2021 un 60% más de acciones de sus propias compañías que el año que más habían vendido de la historia. Entre los más sonados están Elon Musk (\$13Bn de Tesla), Jeff Bezos (\$10Bn de Amazon), Larry Page y Sergey Brin (\$1,3Bn, vendiendo por primera vez en años acciones de Google) o Satya Nadella (\$300m de Microsoft). Mientras los que menos información tienen (inversores individuales) se endeudan hasta máximos históricos para comprar acciones a precios que nosotros consideramos disparatados, los propios directivos y fundadores de esas compañías, a ese mismo precio, se deshacen de sus acciones a un ritmo sin precedentes.

## VENTA DE "INSIDERS"

Ventas de directivos y fundadores del S&P500

**Nota:** 2021, datos hasta el 30-nov



Fuente: InsiderScore/Verity

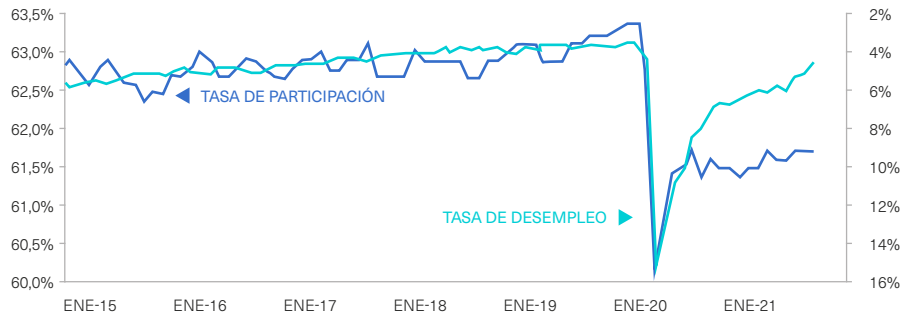
Otra consecuencia más del exceso de liquidez se aprecia en algo tan curioso como los datos de empleo de EEUU. Aunque otras variables entran en juego, parece clara la vinculación entre el dinero fácil y los datos de empleo. Hoy hay 2,9 millones de asalariados menos en EEUU que antes de la pandemia. Sin embargo, la tasa de desempleo es la misma. Esto se debe a que algo más de 2,5 millones de personas han decidido "retirarse", es decir, jubilarse. Muchos de ellos formaban parte de la franja de edad más próxima a la jubilación, pero en cualquier caso parece que hay un número importante de personas que, sin formación ni experiencia en mercados, ha encontrado en comprar acciones de moda algo mucho más lucrativo y menos exigente que volver a su puesto de trabajo habitual.

Durante el año hemos ido hablando de otros muchos ejemplos que, como éstos, son sintomáticos del exceso de liquidez reinante durante los últimos trimestres. Y como también hemos comentado, con



### TASA DE PARTICIPACIÓN VS. TASA DE DESEMPLEO

Fuente: BLS, the BLOOMBERG PROFESSIONALTM service, Credit Suisse



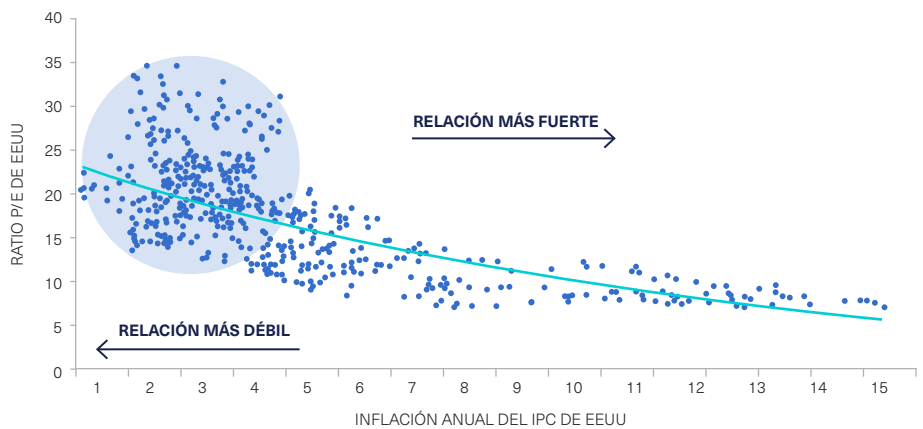
el dinero más barato de la historia y valoraciones en máximos, ha llegado una inflación que las autoridades ya califican de menos transitoria de lo que anunciaban.

La inflación puede ser un catalizador importante porque históricamente ha servido para apreciar la rentabilidad del ahorro y la inversión en forma de beneficios y generación de caja. La historia en la bolsa es muy clara al respecto: a mayor inflación, menor múltiplo y dispersión del mismo. Por ello comprar activos sin atender a la valoración ni importar el múltiplo es muy peligroso cuando llegan las temidas subidas de precios.

### LA INFLACIÓN ELEVADA TIENDE A IMPACTAR NEGATIVAMENTE EN LA RATIO PRECIO BENEFICIO (P/E)

Nota: Datos desde marzo de 1973 hasta diciembre de 2020

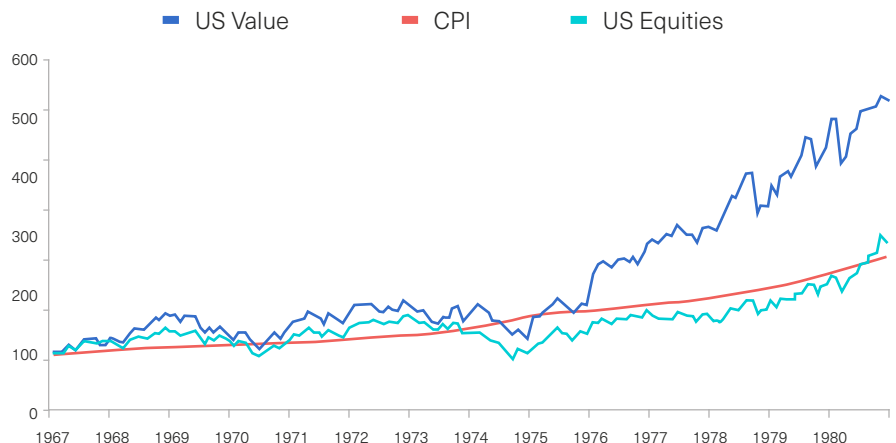
Fuente: Datastream Refinitiv, Schroders



### LA RENTA VARIABLE DURANTE LA ERA DE ALTA INFLACIÓN

En la época inflacionaria de los años 70, donde la inflación acumulada fue del 160%, la bolsa estadounidense en general apenas consiguió mantener el poder adquisitivo, mientras que el sector "value" subió un 430%.

Fuente: Ken French, Global Financial Data, GMO





## 2022

¿Será éste el año en que las dinámicas cambiarán? Desde el punto de vista de la pandemia se espera ver la luz al final del túnel, aún inmersos en la sexta ola de la variante Ómicron. Por primera vez los epidemiólogos hablan del final de las restricciones, de menores daños a la salud, e incluso de la innecesidad de fijarse en el número de casos como referencia de la situación.

El año 2022 ha comenzado con movimientos que creemos son toda una declaración de intenciones. Las rentabilidades de los bonos han subido (cayendo su precio) de manera considerable desde mediados de diciembre. El día 5 de enero se publicaban unas actas de la FED con indicios claros de reducción de compras, subidas de tipos de interés, e incluso se intuye una posterior disminución de balance (“quantitative tightening”) antes de lo previsto, lo que aceleraría la reducción de la liquidez en el mercado, lo que se refleja en su comportamiento.

En efecto, con subidas en la rentabilidad de la deuda sufren los activos considerados de “larga duración” o “sensibilidad a tipos” que tienen valoraciones muy superiores, como el sector tecnológico. Aunque durante el último año y medio hemos visto efímeras caídas del sector tecnológico del 5-10% que la siguiente ola siempre recuperaba, esta vez hay una gran diferencia: los movimientos de la curva de tipos responden a una intención real de la FED de endurecer su política monetaria.

Y con la vuelta a la normalidad monetaria volvemos al escenario en el que nos encontrábamos hace dos años, con la cautela que la incertidumbre provocada por el coronavirus nos obliga a mantener. En este escenario llevamos posicionados desde hace ya muchos años, algo que en 2019 se materializó y nos trajo rentabilidades para nuestros vehículos muy positivas en comparación con los índices. Afrontábamos 2020 con ilusión, viendo en febrero los resultados empresariales de cierre de año con enorme satisfacción, comprobando que nuestras compañías lo hacían especialmente bien. Pero todo quedaba en segundo plano por el virus procedente de China que semanas después confirmaría los peores augurios.

Creemos firmemente que tras estos dos años de paréntesis se cumplirá nuestra convicción, interrumpida por artificiales y gigantescos estímulos monetarios, de que no hay mejor inversión que una gran compañía comprada a un buen precio. Los últimos años han sido duros, pero confiamos en que nos habrán dado una oportunidad única para convertir nuestra visión en realidad.



### **Aviso legal**

Invexcel Patrimonio, EAF, S.L. ("INVEXCEL") ha preparado este documento que se presenta exclusivamente para fines informativos. El documento refleja la opinión de INVEXCEL a la fecha indicada en el mismo, por lo que es susceptible de cambio sin previo aviso. La información y opiniones contenidas en este documento se han obtenido de fuentes públicas consideradas fiables pero que no han sido sometidas a ningún tipo de certificación independiente; no se garantiza que esta información sea exacta o completa y no se admite ninguna responsabilidad en este sentido.

Ninguna información contenida en el presente documento debe interpretarse como asesoramiento o consejo, como una oferta o recomendación para la adquisición o venta, o para realizar cualquier otra transacción de títulos o instrumentos financieros. El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, ya que éstos no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja, y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Este documento incluye, o puede incluir, información o consideraciones referidas a futuro. Esta información o consideraciones no representan pronósticos ni presupuestos, son ejemplos puramente ilustrativos que podrían no concretarse. El rendimiento real de una inversión puede diferir materialmente de las expectativas debido al impacto negativo de ciertos riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes inherentes a la inversión en valores.

Este documento no se ha recopilado para ser distribuido ni utilizado por ninguna persona física ni jurídica que sea ciudadano o residente o tenga sede en alguna jurisdicción donde se prohíba dicha distribución, publicación o uso. Los receptores del presente documento o quienes finalmente obtengan copia o ejemplar del mismo, se convierten en responsables de tener conocimiento de dichas restricciones y cumplirlas.

INVEXCEL, sus directores, empleados, accionistas, asesores o cualquier otra parte relacionada, no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño, directa o indirecta, consecuencia del uso de este documento o de su contenido.

Este documento no puede reproducirse, total o parcialmente, sin la autorización expresa de INVEXCEL.