

**Alex Fusté**

Chief Global Economist  
Andbank

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)  
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



Tres factores empujan al mercado de renta variable. Los beneficios empresariales Una demanda (pública) adicional de activos. La TIR poco atractiva.

## Verano de 2021. Tiempo para la introspección

El hombre más desocupado de la historia fue el confesor de Luis XV (el de la foto). Monarca que vivió solo para sus placeres desde el mismo día en que nació. Leyendo biografías, supe que su majestad no “alivió” su alma de pecado ni una sola vez en 38 años, y no fue hasta contraer la viruela, y saber de su inminente muerte, cuando finalmente decide confesarse. Tales debieron ser sus excesos que los cortesanos, apiñados en la antesala de la cámara real, contaban cuidadosamente los minutos que el rey necesitó para purgar todas sus faltas. Según indican los archivos, fueron solo 16 minutos. Así que, ni si quiera en la hora final tuvo nuestro confesor que emplearse a fondo.

Les narro este pasaje porque, de igual forma que nuestro confesor, pareciera que los gestores de carteras y responsables de inversión no estuvieran hoy sometidos al rigor del esfuerzo. Hablando con clientes detecto una tendencia generalizada a pensar que lo único que hay que hacer en mercados es estar, y deleitarse. Lo siento, pero no es así. En la profesión de la gestión de carteras pasa como en la pintura, en donde para dibujar correctamente hay que abrir los ojos correctamente. No se imaginan cuán irritable puede llegar a ser una profesión en la que lo único constante es el temor; y en donde los “afortunados” que carecen de temor son sólo aquellos que no advierten los peligros. Hoy les voy a hablar de esos peligros, pero es necesario antes entender bien porqué suben los mercados. Hay tres razones: 1) Los beneficios empresariales, que alimentan una demanda genuina de acciones. 2) Confluye también una demanda (pública) adicional de activos, soportada por estímulos monetarios al más puro estilo *Deus ex machina*. 3) Una TIR poco atractiva del (enorme) mercado de deuda, que provoca la canalización de un descomunal volumen de capital hacia el *equity*. ¿Cómo lo veo? Mi percepción es que, en tanto en cuanto esta situación no cambie, debiéramos estar tranquilos. Al fin y al cabo, tal combinación de factores constituye, nada más y nada menos, que el entorno ideal de inversión. De forma lógica, los riesgos hay que buscarlos en todo aquello que pueda comprometer estos tres aspectos que impulsan hoy el mercado. Reparo en tres posibles amenazas: 1) Shock de demanda o crisis, que frene los beneficios. 2) Inflación vía salarios que ponga fin a la demanda adicional de activos. 3) Normalización en las condiciones monetarias, que haga que la TIR empiece a ser atractiva.

Les avanzo que **considero los tres factores de riesgos como algo con poco potencial para materializarse y arruinar el rally actual de mercados**. Dejen que me explique.

**Primer riesgo. Interrupción abrupta de la excepcional demanda (ciclo) que arrastre a los beneficios.** Este enfoque es importante. Al fin y al cabo, detrás de todo aumento de precios hay una importante demanda. **Soy optimista** en cuanto al mantenimiento de una demanda y ciclo. ¿Por qué? A partir de los datos de PIB USA del 2Q, observo como, por fin, la demanda de servicios iguala a la demanda de bienes

(que por cierto crece al 12% anualizado). Reconozco que tales ritmos son insostenibles, pero sigo instalado en la idea de que la economía USA pasará, usando una expresión inglesa, del “*Great to Good*”. Es decir, de ritmos exóticos a ritmos más estables, pero favorablemente duraderos. Sin ir más lejos. Una razón para pensar que podremos mantener ese buen ritmo en el ciclo la encontramos en el *Conference Board Survey de 1H21*, en donde los CEOs de las compañías muestran un aumento de su confianza. En el pasado, cuando esto ocurría, le seguía un boom en el *capex* durante al menos los dos o tres siguientes trimestres. Eso sin olvidar que el US Corporate ROIC permanece muy por encima del CoC (Cost of Capital). Lo que significa que las empresas pueden seguir tomando crédito de forma rentable. Eso es bueno.

La economía USA ha experimentado una de las contracciones más severas de su historia, pero también la más corta de su historia

En relación con el temor por el repliegue de los estímulos fiscales en USA, y que ello deprima la demanda y el ciclo, creo que no va a ser tan malo como algunos auguran. Después de todo, las transferencias de dinero a los consumidores se trasladarán ahora hacia programas de distribución del gasto en áreas como infraestructuras (por cierto, con elevado efecto multiplicador). Y lo hará durante años.

Ciertamente, la economía USA ha experimentado una de las contracciones más severas de su historia, pero también la más corta de su historia. Eso significa que los beneficios de la reapertura se irán moderando para volver a un crecimiento potencial (en mi opinión) durante al menos dos años tras el rebote por efecto base. Esto hace que sea poco probable que se arruine el mercado alcista, especialmente si se mantiene la ventaja de valoración de las acciones versus los bonos. Como es el caso.

Cuando la inversión en capital fijo crece por encima de la contratación de personal (como es el caso de hoy) suele darse un salto en productividad que suele mantener a raya la inflación.

¿Qué estrategia sectorial desarrollar ante esto? Dado que volveremos al crecimiento potencial, esto suele ser un escenario propicio para el mercado de *equity*. No obstante, les garantizo que veremos alguna decepción en los datos (como el dato reciente de PIB USA 2Q). El problema es que los inversores no están aún preparados para decepciones. Pareciera entonces razonable compensar (equilibrar) los pesos sectoriales. Reduciendo los sectores puramente cíclicos (homebuilding, basic materials, financial services, consumer cyclicals, airlines, textile, apparel, autos...), en favor de sectores más defensivos (Healthcare, utilities, Pharma, dividend...). El resultado, debe ser un cuadro sectorial algo más equilibrado.

**Segundo riesgo. Inflación de demanda (más persistente) que ponga fin a la demanda de activos. No me preocupa en exceso.** Para proyectar nada debo enfocarme en los salarios, pues son fuente principal de inflación de demanda. Los salarios hoy crecen porque hay un repunte en la demanda de factor trabajo (los restaurantes vuelven a demandar camareros), pero también porque hay estrecheces en el mercado laboral (poca oferta), bien sea porque muchos percibían grandes subsidios y preferían permanecer fuera del mercado de trabajo, o porque tenían que cuidar a sus hijos (debido al cierre escolar). Pero a medida que los subsidios expiren, y las escuelas reabren, las limitaciones de oferta en el mercado laboral remitirán, y veremos un *catch up* entre oferta y demanda de trabajo, que irá suavizando la presión en salarios. Debemos mirar también a la productividad como elemento compensatorio a la

inflación por salarios. Una forma de saber lo que va a ocurrir con la productividad es observar la variación relativa del stock de capital (crecimiento de los activos privados fijos no residenciales) y el stock de fuerza laboral contratada. Cuando la inversión en capital fijo crece por encima de la contratación de personal, tenemos un salto en productividad que suele mantener a raya la inflación. Hoy, se da ese caso y, por lo tanto, espero una moderación de la inflación vía productividad al cabo del tiempo. Los chicos de la Fed saben esto, y por ello creo van a estar “quietos” por un largo periodo. Estoy tranquilo, pues, en cuanto a este riesgo.

la Fed seguirá poniendo el *focus* en el crecimiento y el empleo como parte esencial de su mandato.

**Tercer riesgo. Normalización y retirada de estímulos, haciendo que la TIR de los bonos empiece a ser atractiva.** Algo en mi interior me dice que la Fed seguirá poniendo el *focus* en el crecimiento y el empleo como parte esencial de su mandato. Si es así, bastaría para que la Fed mantenga bajo control la pendiente de la curva y la TIR (como ha ocurrido en el periodo abril-julio). Si recuerdan bien, el “*Taper talk*” de la Fed empezó con un *break even* en el TIP (como proxy de la expectativa de inflación) alcanzando un máximo del 2.5%. Pero fue precisamente ese “*Taper talk*” el que motivó una moderación en la expectativa de precios.

¿Qué estrategia desarrollar ante esto? Si esta secuencia se repite (cosa que creemos), entonces deberemos ser extremadamente activos en la gestión, empezando hoy con una estrategia combinada de duración corta en la parte de deuda, y una sobreponderación del value vs growth en la parte de renta variable, para pasar a hacer justo lo contrario en niveles de TIR cercanos al 1.75% (largos de duración + sobreponderación del growth vs value).

Sólo para colmar la curiosidad de los que quieren saber cómo acabó la historia. Por supuesto, esos 16 minutos que Luis XV empleó en su confesión resultaron insuficientes para la Iglesia, quien exigió al Rey un acto de humillación más profundo ante el Altísimo y probar eficazmente su arrepentimiento. Entre otras cosas, se le exigió expulsar de la corte a su amante, la Du Barry. Luis tuvo otras muchas amantes, como la duquesa de Chateauroux, la marquesa de Pompadour, y un larguísimo etcétera; pero la Du Barry fue la única criatura humana con la cual se sintió unido íntimamente. Luis se resiste, pero alcanzada la inminencia de lo que estaba por venir, viendo las pústulas de su cuerpo, y con el gáznate encogido por el miedo a los fuegos del infierno, el Rey hizo un gesto a la concubina, que vela desesperada al pie del lecho que tanto tiempo compartió. (Por cierto, la única que acompañó a Luis en sus últimos días terribles, pues los sirvientes caían desvanecidos ante el tremendo hedor de un cuerpo en descomposición. Las palabras que siguieron fueron estas: “Madame, yo estoy enfermo, y se lo que tengo que hacer. Tenga la seguridad de que siempre tendré los sentimientos más tiernos hacia usted”).

Saludos