

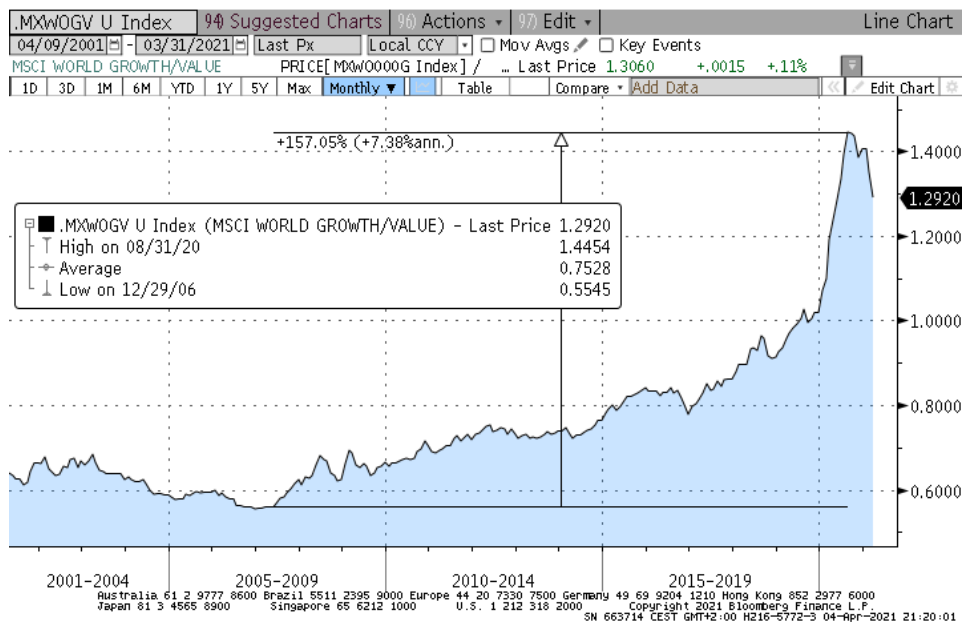
# La macroeconomía y los mercados en marzo de 2021

## Cambio un Tesla por un Ford o “la gran rotación”

Detrás de los nuevos récords del S&P 500 en marzo (rozando los 4.000 puntos) está la euforia de los inversores en *value* (valores que parecen baratos frente a sus fundamentales) y la inquietud de los inversores en *growth* (valores con expectativas de crecimiento elevado). El índice tecnológico Nasdaq 100 ha subido un 1.4% mientras el más tradicional Dow Jones un 6.6%. Esto pasa después de un febrero igual de mediocre para *growth* cuando Nasdaq cayó un 0.1% y el Dow Jones subió un 3.2%. En realidad, desde noviembre del año pasado el sector tecnología ya no sube tanto como la banca o la industria.

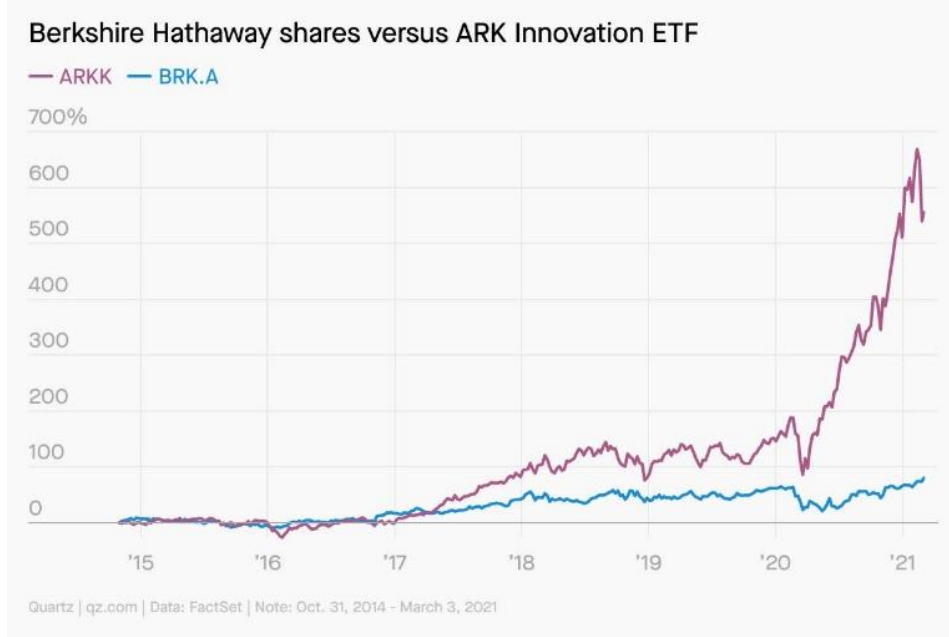
La gran rotación – el movimiento en los mercados de renta variable hacia los sectores cíclicos (donde las acciones tipo *value* prevalecen) es el sueño de los gestores que siguen a la filosofía de inversión popularizada por Warren Buffett, o en España, por Francisco Paramés. Aunque ese no es el sueño que se ha materializado a lo largo de los últimos 15 años – comprar Google, Amazon o Tesla ha dado un resultado mucho mejor que comprar Ford o Bank of America (gráfico 1).

**Gráfico 1. El comportamiento del MSCI World Growth vs. MSCI World Value**  
FIFW MSGA



De hecho, la nueva gurú de los mercados, la fundadora de la gestora ARK Invest Cathie Wood, es la antítesis de Warren Buffet y su fondo estrella ARK Innovation (10% en Tesla) se compara hoy en día con Berkshire Hathaway del Oráculo de Omaha (gráfico 2).

**Gráfico 2. Pocos fondos tienen el honor de compararse con el Berkshire Hathaway de Warren Buffett**



De media una vez al año se oye hablar de la gran rotación. Hasta ahora todas estas proclamaciones han sido prematuras – el *growth* siempre volvía a reinar. El año pasado la pandemia pareció acabar con *value* una vez para siempre – fue muy simbólico el momento cuando Zoom capitalizaba más que todas las grandes aerolíneas (gráfico 3).

**Gráfico 3. En mayo 2020 Zoom capitalizaba más que las principales aerolíneas**

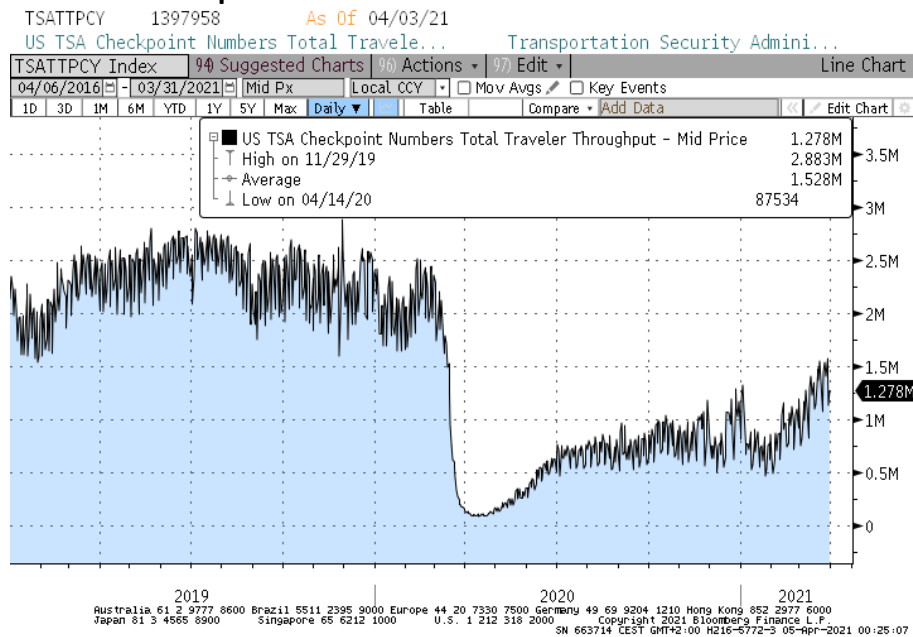


Y luego, en noviembre pasaron dos cosas: Joe Biden ganó las elecciones presidenciales en USA y Moderna anunció los excelentes resultados de eficacia de su vacuna. La lectura para los mercados fue sencilla: más gasto fiscal, más crecimiento y todo esto con la Fed imprimiendo más dinero que nunca, o sea, más inflación. Cuando la economía acelera, los valores con potencial de crecimiento secular son relativamente menos atractivos (¡hay crecimiento por todas partes!). Esto ha hecho que Google y compañía hayan

perdido el liderazgo. Tesla, el símbolo de la innovación, lleva una caída del 30% desde los máximos.

Cinco meses siguen siendo poco para proclamar “la gran rotación”, pero sin duda es la más grande en los últimos años. Tiene sentido: en marzo Biden consiguió la aprobación de un estímulo fiscal gigantesco, según algunos economistas el doble de lo necesario. Al mismo tiempo la campaña de vacunación en USA está acelerando - se prevé que en mayo todos los adultos americanos estarán vacunados (¡!). La vuelta a la normalidad se puede apreciar por ejemplo en el aumento del tráfico aéreo (gráfico 4).

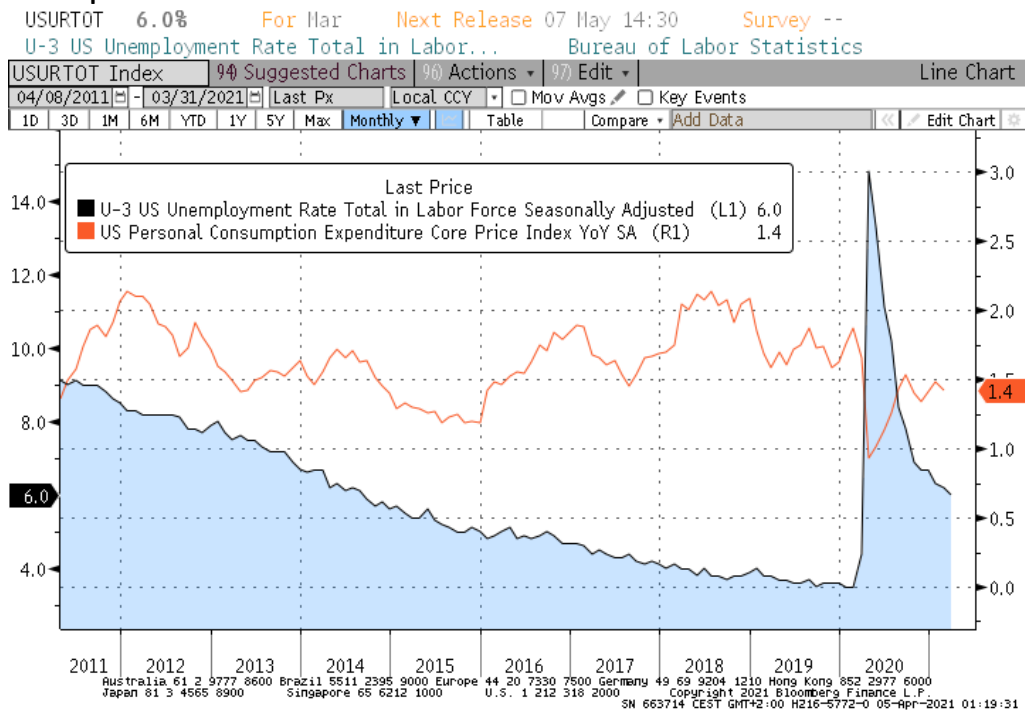
**Gráfico 4. La fuerte recuperación del tráfico aéreo en USA**



Al fin y al cabo, la recuperación económica es buena noticia para todas empresas. Pero si viene acompañada por la inflación, castigará a las valoraciones de las compañías tipo *growth*: sus beneficios se materializan más adelante y con más inflación valdrán menos ahora (el concepto del valor temporal del dinero).

En los próximos meses un aumento de precios es inevitable: las materias primas se han disparado y el efecto base del año pasado es muy potente (¿ recuerdan que en abril 2020 el petróleo WTI llegó a cotizar en negativo?). En este entorno la rotación puede continuar. Pero sin una inflación sostenida será difícil abandonar las tendencias seculares, aceleradas por la pandemia. Y cuesta ver un repunte duradero de la inflación, ahora con el desempleo americano al 6%, cuando la situación del pleno empleo (por debajo del 4%) antes del covid no fue capaz de generarla (gráfico 5).

**Gráfico 5. Antes de la covid, la inflación americana estaba moderada a pesar de la economía americana en pleno empleo**



De hecho, el avance tecnológico que ayudó mucho en mantener los precios bajo control en la última década, parece estar expandiéndose ahora más rápido que el virus. En este sentido, las compañías innovadoras son las dueñas de su propio destino: si son capaces de seguir frenando a la presión inflacionista, la “gran rotación” finalmente perderá su atractivo y el *growth* volverá a triunfar. De momento esta es la foto que nos dejó el mes de marzo en los mercados.

**Gráfico 6. Rendimientos mensuales y YTD**

INDICES DE BOLSA	cierre de 31-mar.-21	PER	PER FWD 12m	% variac 26-feb.-31-mar.	% ytd
EuroStoxx50	3919,2	56,8	19,2	7,8%	12,1%
IBEX	8580,0	--	19,6	4,3%	7,2%
DAX	15008,3	50,4	16,9	8,9%	11,5%
CAC	6067,2	55,7	18,3	6,4%	10,8%
FTSE	6713,6	94,4	14,3	3,6%	5,7%
Dow Jones Ind.	32981,6	29,7	21,6	6,6%	9,5%
S&P	3972,9	33,2	23,5	4,2%	8,6%
NASDAQ	13246,9	73,6	34,0	0,4%	6,3%
BOVESPA	116633,7	28,5	10,7	6,0%	-1,3%
NIKKEI 225	29432,7	33,9	21,6	-2,4%	8,2%
HANG SENG	28378,4	15,0	13,2	-2,1%	6,3%

DIVISAS	último 31-mar.-21	% variac 26-feb.-31-mar.	% ytd
USD/EUR	1,1750	-2,7%	-3,4%
GBP/EUR	0,8514	-1,8%	5,0%
CHF/EUR	1,1069	0,9%	-2,3%

	último	% variac	% ytd
Hedge Funds	1.086,42	-0,2%	1,2%
IPCES	104,28	0,0%	-0,6%

GOBIERNOS	último 31-mar.-21	pb variac 26-feb.-31-mar.	var. Ytd (pb.)
SP 10YR	0,34	-0,09	0,30
DE 10YR	-0,29	-0,03	0,27
UK 10YR	0,85	0,03	0,63
US 10YR	1,74	0,34	0,79
China 10YR	3,19	-0,09	6,63
Brasil 10YR	6,17	-0,06	-

CORPORATIVOS	último 31-mar.-21	pb variac 26-feb.-31-mar.	var. Ytd (pb.)
EUR5yr			
EURIG	52	1	3
EURHY	254	-11	4
Financieros senior	60	2	-1
Financieros subordinad	109	8	-7

COMMODITIES	último 31-mar.-21	% variac 26-feb.-31-mar.	% ytd
Brent	64	-3,9%	22,1%
Oro (spot)	1.712	-1,3%	-8,5%

Fuentes: Bloomberg, Visual Capitalist, Quartz.