

“Buy when there is blood in the streets, even if the blood is your own”

– Nathan Mayer Rothschild –

A estas alturas media población mundial es experta epidemióloga y habla de aplanar la curva, del R_0 y de otros conceptos que inevitablemente se han impuesto. El mercado ha sufrido un shock externo de los que marcan una época, porque a la cantidad de desequilibrios existentes se ha unido otro en forma de virus.



Todo ha caído de forma sincronizada¹. Con este cierre de trimestre, se han batido casi todos los récords de caídas en los mercados, tanto en profundidad como sobre todo en velocidad. Inicialmente, ningún activo funcionó: cayó la renta variable, la renta fija, el oro, el dólar y hasta el bono alemán (que, tras un repunte, pasó de -0.85% de rentabilidad a -0.20%). La volatilidad se disparó a niveles récord de 2008 (en EE. UU.² a 85 y en Europa³ a 93). O, por ejemplo, el bono americano a 10 años tuvo el mayor movimiento de su historia en un día, quintuplicando lo vivido en 2008.

En nuestra última *newsletter* hablábamos de “falsa sensación de tranquilidad” con las valoraciones y

complacencia en máximos. Igualmente, hablábamos de riesgos como la potencial iliquidez de los mercados o los populismos. Todo se ha precipitado, generando un “dash-for-cash” de compañías e inversores ante la incredulidad de ver cómo las compañías podían quedarse sin ingresos de la noche a la mañana.

La premisa es conseguir efectivo a toda costa, vendiendo los activos “líquidos” a cualquier precio. Este movimiento ha precipitado fuertes caídas y se retroalimenta con ejecuciones de *margin calls*⁴, rebalanceos forzados de carteras, falta de liquidez por la nueva regulación sobre bancos, trading algorítmico, o como apuntaba el WSJ: “For pension funds, it is sell anything you can sell... so you can tell your trustees that you have enough cash to pay pensions over the next nine or 10 months”⁵.

Todo ello, ha provocado que nos hayamos comido el cisne negro⁶ con mascarilla incluida, generando un mercado bajista que rompe con la tendencia de los últimos 11 años.

Podríamos hablar de tres maneras en las que se forma un mercado bajista. Estructural, para corregir desequilibrios económicos o financieros importantes (por ejemplo, 2001 o 2008); Cíclico, cuando una subida de tipos de interés más allá de la neutralidad provoca un ajuste en la inversión y el consumo (1980); y de Shock, en donde algún tipo de evento externo impacta en el mercado (1987). En este caso hemos inventado un nuevo tipo de mercado bajista: el de cóctel molotov. Lo tenemos todo: complacencia, mercados en máximos, shock externo y sin precedentes por el virus, shock del

¹ Durante el último trimestre la renta variable global cayó un 21%, en EE. UU. un 20% y en Europa un 23% (MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente.). Por el lado de la renta fija cayeron los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. un 3,6% y en Europa un 6,2%. Igualmente, el High Yield perdió en EE. UU. un 12,7% y en Europa 14,8%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos un 11,6% y los emergentes corporativos en dólares un 8,9% (BB Barclays US Corporate TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corporate Index)

² <https://www.investopedia.com/terms/v/vix.asp>

³ <https://deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/know-how/glossary/glossary-article/VDAX-NEW-249364>

⁴ <https://www.investopedia.com/terms/m/margincall.asp>

⁵ <https://www.wsj.com/articles/markets-enter-new-phase-where-cash-is-all-that-matters-11584546863>

⁶ <https://www.investopedia.com/terms/b/blackswan.asp>

precio del petróleo y todo ello bien entremezclado con iliquidez, ETF, trading algorítmico y populismos.

No hay precedentes. Y que no los haya provoca la inseguridad de no tener dónde anclar las expectativas a partir de las cuales empezar a montar la estrategia de inversión. Igualmente, no ayuda que ahora resurjan economistas/gestores como Nouriel Roubini, Paul Krugman, Mohamed El-Erian⁷ y demás fatalistas que viven (literalmente) del mensaje negativo. ¡Ya nos alertaron de esta situación! Y lo llevan haciendo la última década, día tras día, mientras el S&P500 (incluyendo esta caída) lleva un 324% de retorno desde el 2008.

Creemos que es necesario y recomendable alejarse de las opiniones *permabulls* y *permabears*⁸, y entender que el sentimiento de mercado es la actitud dominante en las cotizaciones a corto, pero en el largo plazo son los beneficios de las compañías.



Normalmente, y como todas las casas de inversión están haciendo, se analizan crisis pasadas para establecer un paralelismo y tratar de fijar un rumbo entre tanta incertidumbre. Una recesión económica genera una caída media de máximo a mínimo de los índices de renta variable del 32%

(con un rango entre 15% y 55%) tanto en EE. UU como en Europa. Por el lado de la renta fija, los diferenciales de crédito suelen repuntar: en el caso del crédito corporativo BBB y High Yield en EE. UU.⁹ 225pb y 1000pb respectivamente.

Extrapolando estos datos a la situación actual, la recesión media está prácticamente descontada. En esa línea, se puede hablar de que la renta variable ha descontado una recesión media tras haber caído, por ahora, de máximo a mínimo el S&P500 un 35% y el STOXX600 un 38%. Por otro lado, la renta fija habría descontado aproximadamente el 80% de una recesión media. Vemos por ejemplo que los incrementos de diferenciales del crédito BBB en EE. UU. han pasado de 125pb a 325pb¹⁰ y del High Yield de 320pb a 1085pb. Igualmente, los CDS (seguros contra impago de la renta fija Investment Grade y High Yield a cinco años) han pasado de 45 a 150 y de 290 a 870 respectivamente¹¹. En Europa los CDS de IG de 43 a 138 y de HY de 215pb a 707pb¹² (todos ellos han corregido aproximadamente un tercio del máximo alcanzado).

Con toda seguridad entraremos en recesión, pero lo que provoca que la situación se transforme en algo más que una recesión media (es decir, pasar de la media a la mayor caída del rango) es, en este mercado bajista tipo cóctel molotov, que pasemos de un riesgo de liquidez a un riesgo de solvencia.

El legendario George Soros, además de “quebrar” el banco de Inglaterra en 1992, desarrolló en el terreno económico el concepto de *Reflexivity*¹³ de Karl Popper. Esta teoría establece un patrón sobre el comportamiento humano y su influencia en los mercados financieros. Este concepto se contrapone a la teoría general del equilibrio que estipula que los mercados tienden al equilibrio y que el desequilibrio se acaba corrigiendo porque los precios a largo plazo reflejan los fundamentales

⁷ <https://www.businessinsider.com/unemployment-claims-millions-increase-economist-commentary-krugman-roubini-elerian-coronavirus-2020-3?IR=T>

⁸ <https://www.collinsdictionary.com/es/diccionario/ingles/permabear>

⁹ CSI BBB Index y CSI BARC Index (el histórico de escenario de recesiones es limitado por no tener datos anteriores a la recesión de 2001 y está calculado desde el mínimo spread antes de la recesión hasta el pico máximo durante la recesión. Esto períodos de mercados no coinciden necesariamente con los ciclos económicos).

¹⁰ CSB BBB Index

¹¹ Markit CDX North America Investment Grade Index y Markit CDX North America High Yield Index

¹² Markit iTraxx Europe index y Markit iTraxx Europe Crossover index

¹³ [https://en.wikipedia.org/wiki/Reflexivity_\(social_theory\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Reflexivity_(social_theory))

de la economía. Por el contrario, la teoría de *Reflexivity* propone que existen ocasiones en que son los precios los que influyen en los fundamentales y que estos nuevos (e influidos) precios son capaces de hacer cambiar las expectativas de los inversores.

Durante el 2008 se demostró evidente el círculo vicioso en el que retizó el mercado durante un año, hasta que las autoridades entendieron la importancia de establecer una red de seguridad creíble, de eliminar las normas bancarias procíclicas y de inundar de liquidez el sistema para que existiera una correcta formación de precios no influida por un mercado averiado.

En aquella ocasión se tardó relativamente poco tiempo (comparado con 1929) en comprender la dinámica de mercado y solucionarla. Unos 12 meses. En esta recesión tipo molotov se ha tardado 12 días.

Es inaudita la cantidad y velocidad de las medidas que se han sacado de la chistera las instituciones en pocos días. La respuesta monetaria y fiscal no tiene precedente y continúan aumentando mientras escribimos esta *newsletter*.

Por ahora, los gobiernos han aprobado un estímulo fiscal del 5,1% sobre PIB mundial (22 países, que representan el 75% del PIB mundial, inyectando \$4,38T). Adicionalmente, ofrecerán avales a empresas y particulares (asumiendo entre el 75% y el 100% de las pérdidas) con hasta el 10% del PIB de algunos países.

Por el lado monetario, el 70% de los bancos centrales están bajando tipos de interés (frente al 21% en febrero) con una tasa media de tipos en el mundo desarrollado de 0% y en emergentes del 3.4%. En paralelo, se han anunciado programas de compra de deuda en mercado por importe de hasta el 9% sobre el PIB en algunos casos (por ejemplo, Europa 6,3% y Reino Unido 9%) y en otros, como EE. UU., se va a comprar ilimitadamente¹⁴.

Se aprueban medidas para abaratar el coste de la deuda, para renovaciones de créditos, nuevas líneas de liquidez, diferimientos en el principal, moratorias de la hipoteca y una amalgama de medidas para financiar la congelación del mundo entre dos y tres meses.

Estas medidas implican múltiples complicaciones en el largo plazo, pero en el corto consideramos que tienen la capacidad de ser anticíclicas, establecer una red de seguridad creíble y arreglar el mal funcionamiento de los mercados. Todo ello para evitar que los precios de mercado hagan cambiar la realidad de las empresas y la economía. Anular el *Reflexivity* y evitar que del riesgo de liquidez se pase al de solvencia.

Igualmente, una de las claves hoy, como apuntaba el Oráculo Financiero de Génova Davide Serra¹⁵, "...unlike 2008, banks today are not the cause of the crisis but part of the solution". Los bancos tienen un capital tres veces superior que entonces, liquidez de sobra y garantizada por bancos centrales, con balances más pequeños y testados para situaciones peores que 2008 y, muy importante, ya se han acometido en pocos días cambios regulatorios contables anticíclicos que permiten a los bancos tener mayor margen de maniobra y no entrar en una espiral negativa autoinfligida.

Pero a pesar de las medidas anunciadas el descalabro continúa. El mercado parece no discriminar entre ayudas de un millón o un trillón, y mientras el confinamiento continúa, no encuentra la visibilidad necesaria a partir de la cual poder hacer estimaciones razonables. ¿Qué sentido tiene hablar de oportunidades de inversión no vistas en años si por el camino el mercado explota?

Primero, creemos que las valoraciones bajas son un freno natural. Las valoraciones altas y la complacencia de las que hablábamos al principio son el mayor riesgo en un mercado, y viceversa: el mayor soporte cuando son bajas. Segundo, cuando existe consenso en el pánico, suele ser momento de empezar a construir un nuevo ciclo. Y tercero,

¹⁴ <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>

¹⁵ https://it.wikipedia.org/wiki/Davide_Serra

hay que ir comprando paulatinamente porque nunca podemos saber si es el mejor momento, pero sí sabemos que es un buen momento.

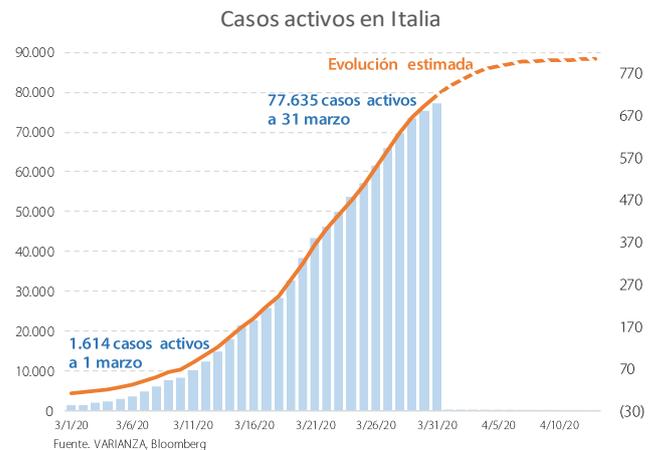
En paralelo, entendemos que se necesitan justificaciones menos filosóficas y más pragmáticas para que el mercado empiece a descontar una recuperación. Entre las distintas variables a monitorizar vemos:

1. Cura y/o vacuna contra el virus.
2. Que podamos establecer un patrón en términos de duración del confinamiento (caso italiano), y posterior recuperación económica (caso chino).
3. Que grandes compradores con liquidez (private equity, Warren Buffet y otros activistas) acometan una inversión importante.
4. Que el mercado asuma que las medidas, monetarias y fiscales, son suficientes y/o que las caídas de estimaciones de beneficios se han acabado.

1. Por un lado, la más obvia de todas sería detener el virus. Según las conclusiones de los expertos parece que existen tres soluciones (y ninguna de corto plazo): la inmunidad de grupo, la cura y la vacuna. La cura y/o la vacuna se estima que pueden tardar entre 6 y 18 meses (en el mejor de los casos). La inmunidad de grupo, dado el R0 de 2,5 de este virus, se calcula que se podría alcanzar con aproximadamente el 50% de la población infectada¹⁶. Sin entrar en polémicas, entendemos que la cifra de infectados es mucho mayor a la publicada, tanto si son setenta mil como un millón (como, por ejemplo, el caso español), estaríamos a más de un año de alcanzar la inmunidad de grupo.

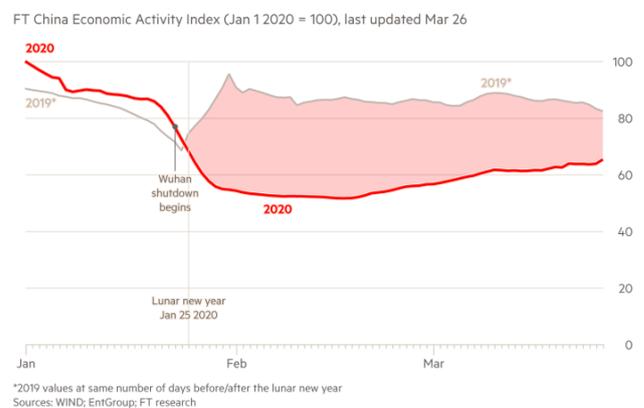
2. Por otro lado, la variable que todos los inversores están monitorizando: Italia como patrón para ver si el confinamiento funciona y China como modelo válido para estimar la velocidad de la recuperación post-confinamiento. El gran riesgo de corto plazo es que, desde cualquiera de estos dos países, se vean datos en contra de la tendencia positiva de los últimos días del mes de marzo.

Los datos de Italia, a pesar de las limitaciones de diagnóstico y del descontrol en la gestión, pueden servir de muestra para establecer un modelo de salida. Y aunque Italia esté contabilizando menos infectados y muertos, el hecho de tener una consistencia en el proceso hace que sea una muestra representativa, un patrón para marcar el ritmo.



Empiezan a verse signos de mejoría al ser decreciente la tasa de crecimiento de nuevos casos de infectados.

Al mismo tiempo, se monitoriza a China y su ritmo de recuperación para establecer el patrón de la vuelta a la normalidad. Los datos adelantados de actividad económica (por ejemplo, consumo de carbón, polución y tráfico) apuntan a una vuelta gradual de actividad que se sitúa ya entre el 60% y 80% completada tras 67 días desde el inicio del confinamiento.



¹⁶ <https://www.technologyreview.es/s/12035/que-es-la-inmunidad-de-grupo-y-como-puede-detener-al-coronavirus>

3. Igualmente, pensamos que los grandes compradores con liquidez podrían ser determinantes. Entre otros encontramos inversores activistas y a los private equity con niveles de liquidez en máximos históricos¹⁷ (las recesiones suelen ser sus mejores años de inversión¹⁸).

4. Por último, que el mercado asuma que las medidas de las instituciones son suficientes, o los precios de mercado reflejen una caída de estimaciones de beneficios razonables. Puede ser un pensamiento algo naïf, pero hasta que esto no suceda no se podrá dar el primer paso para ver calma en los mercados.

Desde nuestro punto de vista, estas son las cuatro variables clave para monitorizar a corto plazo y poder ver un suelo en el mercado. Si la situación se prolonga más allá de los dos o tres meses de confinamiento más otros dos o tres meses de recuperación (que hoy parece lo más razonable), la recesión debería pasar de ser corta y profunda a ser larga e incierta.

Como hemos dicho antes, pensamos que hay que ir comprando gradualmente y no tratar de “clavar” un mínimo de mercado imposible de predecir. Ya existen oportunidades de inversión con sentido patrimonial de largo plazo. Por ejemplo, los cocos¹⁹ europeos en euros, que han pasado de una rentabilidad agregada del 3,4% al 14,9%²⁰ (¡en un contexto de tipos cero!).

Veníamos desde hace muchos meses con elevada liquidez porque estábamos esperando a mejores precios. Ya estamos invirtiendo esa liquidez tanto en inversión directa como a través de fondos de terceros.

Por un lado, hemos incrementado el peso de la renta variable y consumido aproximadamente el 50% de la liquidez que teníamos disponible para este tipo de activo. Por el lado de la renta fija y en inversión directa, estamos en el mismo proceso de invertir en un mercado “roto” como consecuencia de la iliquidez. Nos reservamos por ahora algo de liquidez porque es razonable volver a ver incrementos de volatilidad en el corto plazo.

Tener liquidez en estos momentos y poder invertir con la mirada puesta a dos o tres años es la clave en la construcción de carteras y la gestión patrimonial. Esto no sería posible sin los clientes que tenemos. No sólo nos han permitido tener liquidez cuando todo subía, sino que están aguantando estoicamente una volatilidad a veces difícil de digerir.

Durante este mes y medio, no sólo no han retirado patrimonio, sino que además hemos tenido entradas netas. Por todo ello, muchas gracias y esperamos que pronto podamos ver todo esto desde una perspectiva más positiva.

Por encima de todo esperamos que, tanto vosotros como vuestras familias, estéis pudiendo llevar la situación con ánimo y buena salud. Al final, es lo importante.

¹⁷ <https://www.cnbc.com/2020/01/03/private-equitys-record-cash-pile-comes-with-a-new-set-of-challenges.html>

¹⁸ <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1kq69qt38w0x6/Private-Equity-Firms-Won-t-Waste-Another-Crisis>

¹⁹ <https://www.investopedia.com/terms/c/contingentconvertible.asp>

²⁰ Bloomberg Barclays European Banks CoCo Tier 1 Total Return Index

Cómo lo vemos...

ACTIVOS	ANTERIOR (1-2 AÑOS)	VISIÓN ACTUAL (1-2 AÑOS)	COMENTARIO	RIESGOS DE LA POSICIÓN	VISION ANTERIOR	VISION ACTUAL
RV - USA	↘	→	Tras abrupta corrección, múltiplos menores a media histórica	Depresión de beneficios		
RV - Japón	↗	↗	Mercado atractivo en valoración, en especial tras Coronavirus	Deflación sostenida		
RV - Europa	→	↗	Valoración muy atractiva, pero componente cíclico aún penaliza	Fuerte revisión a la baja de estimados	→	↗
RV - Emergentes	↑	↗	Reciente mejor comportamiento resta algo de atractivo	Depreciación divisas por riesgo liquidez		
RV - Asia ex Japón	↗	↑	China recuperando tras Coronavirus, potencial de crecimiento	recuperación de consumo lenta		
RF - Gobiernos	↘	↓	Tras buen comportamiento de la curva USD, aún menos valor	Depresión y único refugio		
RF - Alta Calidad Crediticia	↓	↘	Ensanchamiento de diferenciales mejora ligeramente su valor	Mejora adicional del crecimiento sin repunte de inflación		
RF - High Yield	↓	→	Corrección reciente aumenta el atractivo, si bien selectivamente	Recesión económica más prolongada y aumento fallidos	↘	↘
RF - Convertibles	→	→	Entorno más volátil y correlación con High Yield	--		
RF - Emergentes	↑	↗	Mejor comportamiento relativo reciente	Depreciación divisas locales por riesgo liquidez		
RF - TI Reales	↗	↗	Expectativas de inflación aún más bajas	Riesgo de repunte extremo de escenario reflación/deflación		
IA - Infraestructura	↗	↗	Bajos tipos de interés favorecen proyectos	Sin visibilidad plan infraestructuras USA		
IA - Inmobiliario	→	→	Valoraciones soportadas por bajos tipos de interés	entorno económico en rápido deterioro		
IA - Materias Primas	→	→	Muy selectivos: oro como cobertura para el riesgo financiero	--	→	→
IA - Private Equity	↘	↘	Valoraciones ajustadas. Cercanía a final de ciclo	--		
IA - HF y Retorno Absoluto	↘	↘	Coste excesivo. Descorrelación difícil	El entorno favorece la gestión activa		
Liquidez y Equivalentes	↗	↗	Preparación ante caídas. Liquidez en USD alternativa a Gobiernos	Corrección de mercados	↗	↗

Alberto, Almudena y Pelayo