

“When we remember we are all mad, the mysteries disappear and life stands explained”

– Mark Twain –

Hemos cerrado uno de esos años que hace ganarse a los mercados la fama de locos especuladores: hemos tenido riesgos de recesión, menores beneficios de lo esperado en las compañías, guerra comercial de Estados Unidos y China, Brexit, disturbios en decenas de países, populismos de derecha e izquierda, y los activos de riesgo acaban el año con rentabilidades récord.

En concreto, durante el último año la renta variable global subió un 25,2%, en Estados Unidos un 28,9% y en Europa un 23,2%¹. Por el lado de la renta fija también subieron los bonos de alta calidad crediticia en Estados Unidos un 14,5% y en Europa un 6,2%. Igualmente, el High Yield avanzó en Estados Unidos un 14,3% y en Europa 11,3%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos un 13,3% y los emergentes corporativos en dólares un 13,1%².

Pensamos que la clave está en el cierre de 2018. Entonces, y tras una excesiva retirada de estímulos por parte de los bancos centrales, el mercado descontó una inminente recesión global y el final de las subidas de los activos de riesgo. Durante 2019 se ha ido confirmando que, bancos centrales mediante, “sólo” era una recesión industrial y que los riesgos geopolíticos no serían tan graves para las compañías y países. Como consecuencia, los activos de riesgo han subido con fuerza desde aquellos mínimos de cierre del 2018.

Según los medios económicos, todos los riesgos *geopopulistas* de 2019 han desaparecido o se han encauzado. Parece ser que se ven como algo lejano las protestas de Hong Kong, la guerra de Siria o el conflicto en Irán. Debe ser que los inversores creen que Boris Johnson ha ganado las elecciones por

convencimiento y no por falta de opciones³. Y parece ser también que los inversores duermen más tranquilos pensando que Trump sigue algún tipo de plan.

¿Encauzados los riesgos o en un impasse?



Al margen de la menor presión de noticias, pensamos que lo verdaderamente importante durante el año es que los bancos centrales han cambiado el paso radicalmente en doce meses: de pasarse de frenada retirando estímulos, a ser el alma de la fiesta con bajadas de tipos de interés y comprando nuevamente activos en el mercado. En concreto, hay 20 bancos centrales (de los 26 más importantes)⁴ bajando tipos de interés y/o comprando activos en el mercado.

A pesar de las buenas rentabilidades de nuestros mandatos en el año, la evolución del mercado no se ha limitado al rango que esperábamos. Cuando el mercado se derrumbaba a final de 2018, con pérdidas del 15% en el último cuatrimestre, estuvimos comprando porque veíamos soporte en

¹ MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente.

² 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.

³ <https://www.jeffsachs.org/blog/78creebecs53ny8t3dhfrjky6exxt>

⁴ <https://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-banks.aspx>

la parte baja por el incondicional apoyo de los bancos centrales y las valoraciones en mínimos históricos de muchas compañías. Igualmente, pensábamos que las subidas estaban limitadas por las altas valoraciones de los activos de calidad y algunas señales que nos alertaban sobre determinados excesos. El mercado, sin embargo, parece que sigue buscando “la parte alta del rango”.

Entre otros excesos, veíamos insostenible que existieran bonos high yield con rentabilidades negativas, o valoraciones ridículas de compañías privadas como WeWork, o que Grecia se financiara al mismo precio que Estados Unidos o un bono alemán en -0,7% y que, normalizándose estos excesos, pondrían un freno a la subida de los activos de riesgo. Y aunque alguna de estas anomalías comienza a corregirse, como el bono alemán pasando del -0.7% al -0.19%, otras persisten e incluso empeoran.

“Moderation is a fatal thing. Nothing succeeds like excess” – Oscar Wilde –

Existe una cuestión recurrente de las últimas semanas: ¿estamos ante un escenario óptimo de goldilocks⁵ o ante una burbuja económica?

Por un lado, el desempleo, la inflación y, con visos de mejora, el crecimiento, están en niveles razonables. Unidos a la liquidez ilimitada y los bajos



⁵ Goldilocks Economy se define como una economía que no está en extremos, ni sobrecalentada ni en recesión: en el punto óptimo. El origen está en el cuento de Goldilocks and The Three Little Bears en donde Ricitos de Oro rechaza los platos de sopa, la silla o la cama de los osos que están en los extremos y que no son óptimos para ella.

tipos de interés, hacen que parte del mercado descuenta un escenario perfecto para la inversión. Por el contrario, está la creencia de que, como consecuencia de la liquidez ilimitada, se ha generado una falsa sensación de tranquilidad mientras crecen los excesos en el mercado. Nosotros tendemos poco a poco, y dadas las valoraciones actuales, a pensar como el segundo grupo.

Por ejemplo, entre nuestras crecientes preocupaciones están los *Collateralized Loan Obligations (CLO)*, un mercado de deuda que recuerda la creatividad financiera de 2008 con los *Mortgage Backed Securities (MBS)*. Aquel mercado de hipotecas basura por valor de \$1,3T en el que, tras ser agrupadas en paquetes, tenían una mejor calidad crediticia que al principio del proceso. Y que todas las entidades financieras compraron como nuevo paradigma de la rentabilidad-riesgo.

En este caso, los *leveraged loans* (\$1,2T de valor de mercado, habiendo doblado el tamaño desde 2014) son préstamos concedidos por bancos (y cada vez más, por private equity de *Direct Lending*) a compañías de baja calidad crediticia que más tarde se “empaquetan” en un bono llamado CLO. Los inversores normalmente prefieren comprar estos bonos o CLO frente a los bonos high yield por varias razones: en un mismo bono se invierte en varias compañías, suelen estar ligados a tipos flotantes (ofreciendo protección ante subidas de tipos), en caso de quiebra tienen prioridad sobre los bonos high yield/senior y tienen cláusulas asociadas que permiten al prestamista forzar la venta de activos si los beneficios de la compañía se deterioran. Y por supuesto, tienen mayor rentabilidad.

Por ejemplo, los CLO con rating BBB otorgan una rentabilidad a cierre de año del 5,4% frente a los

bonos tradicionales de mismo rating en USD del 2,2%⁶.

Los bancos suelen agrupar y empaquetar estos préstamos de empresas para venderlos a fondos de pensiones, aseguradoras, hedge funds, ETF y algunos bancos de Estados Unidos y Japón. El 75% de los CLO es vendido en Estados Unidos (el resto global) y es un mercado de \$0,6T de valor (es decir, aproximadamente la mitad de los *leveraged loans* están estructurados en el mercado de CLO).

Los reguladores llevan tiempo revisándolos, y por ejemplo en Japón el regulador esta penalizando a los bancos que compran CLO de contrapartidas que no mantienen un porcentaje de participación en esos mismos CLO que venden. Pero aún así, la regulación sigue siendo más laxa que en el mercado de High Yield.

Otra preocupación adicional son las tasas de impago de los créditos para la compra de automóviles en Estados Unidos. Se acercan a niveles de 2008 (5%)⁷ pero en esta ocasión el mercado es un 50% mayor (de \$0,8T en 2008 a \$1,1T a cierre de 2019)⁸. O los *Student Loans* en \$1.6T de valor total de mercado y que tan de moda van a estar en las elecciones de este año en Estados Unidos⁹.

Todas ellas son preocupaciones que se suman a la larga lista de excesos que la liquidez y la búsqueda de rentabilidad están provocando. Por ahora la liquidez abundante del sistema tapa las vergüenzas. Seguimos pensando que muchas situaciones no son sostenibles y nos reafirman en nuestra prudencia, aun a costa de sacrificar algo de rentabilidad en el corto plazo.

Lo complejo, y paradójico al mismo tiempo, de esta situación es que estas anomalías se presentan junto

con algunas compañías y sectores con valoraciones en mínimos históricos. En nuestra [última Newsletter](#) explicábamos la polarización sin sentido que se había formado entre las valoraciones de compañías cíclicas y las de crecimiento. Poníamos el ejemplo de Michelin frente a Netflix para transmitir la idea de nuestro posicionamiento y de cómo estimábamos que el mercado tenía que cerrar ese gran diferencial de valoración. Es decir, estimábamos que tenía sentido ver una subida de sectores cíclicos en mínimos en detrimento de las compañías de crecimiento a precios caros.

La actuación de bancos centrales junto con la menor preocupación por los riesgos *geopopulistas* ha permitido que se redujera en parte esa polarización con un *re-rating* (incremento del múltiplo pagado) sustancial de las compañías Value frente a las Growth en apenas cuatro meses¹⁰. Y deja un año en el que el *re-rating* de los índices en agregado ha sido llamativo hasta tal punto que la totalidad de la revalorización del año en Estados Unidos y Europa es consecuencia del re-rating.

Por ejemplo, en Estados Unidos los beneficios del S&P500 a cierre de 2019 se estima que han crecido un 0,6%¹¹ respecto al año anterior y, sin embargo, el índice ha subido un 25%. El PER del índice ha pasado de 17x a 20x. Se paga más por lo mismo con la expectativa de que los beneficios suban en 2020.

El mercado estima ahora que los beneficios del S&P500 van a crecer en 2020 un 9,3% (desde \$162,3 hasta \$177,6). Sin embargo, pensamos que es una estimación optimista y debería ajustarse a la baja. La estabilización del sector industrial no se ha producido todavía¹² y la reactivación de las preocupaciones sobre las distintas anomalías de

⁶ Palmer Square CLO BBB yield Index frente a USD Composite BBB-, BBB, BBB+ BVAL Yield curve en el plazo inferior a 2 años.

⁷ Federal Reserve Percent Balance 90+ days delinquent Auto Loan

⁸ Motor Vehicle Loans Owned & Securitized NSA level <https://www.federalreserve.gov/releases/G19/current/>

⁹ <https://www.ft.com/content/0af6a04c-1881-4969-93d0-a943673ac4f2>

¹⁰ En los últimos cuatro meses de 2019 la rotación de Value a Growth ha sido llamativa tanto en Europa como en Estados Unidos: MSCI Europe Growth en el mismo período 7,2% y MSCI Value Index 12,4% y S&P500 Value 14,3% y S&P500 Growth Index 8,6%.

¹¹ El S&P500 reportó unos beneficios de \$161.4 a 31 de diciembre de 2018 y vamos a cerrar 2019 con \$162,3.

¹² ISM Manufacturing PMI en 47,2 a cierre de diciembre 2019 cayendo adicionalmente sobre el mes anterior.

mercado debería ejercer presión sobre el múltiplo que se está pagando.

Es decir, por un lado vemos difícil que se reactive un proceso de re-rating adicional. Y por otro, estimamos que la capacidad de mejora de beneficios en Estados Unidos es limitada.

Por el contrario, vemos cierta capacidad de mejora en los beneficios europeos y re-rating adicional, soportado por unos estímulos monetarios y, potencialmente, fiscales que pongan en valor varios años de peor comportamiento relativo frente a Estados Unidos (se espera un crecimiento de beneficios para el Stoxx600 de un 7,6%). Igualmente, creemos que se pueden ver mejores beneficios en China, no sólo por posibles noticias positivas relativas a la guerra comercial sino también porque empiecen a tener efecto sobre la economía los mayores estímulos monetarios y fiscales que reactiven el crecimiento (contra consenso).

Mientras tanto, en España parece ser que Pedro Sánchez pretende reducir el desempleo a base de repartir vicepresidencias de Gobierno. Entendemos la preocupación con la que muchos clientes nos preguntan por las implicaciones del nuevo gobierno. Creemos que hemos tenido gobiernos

de corte similar en Europa y el margen de maniobra que han tenido ha sido limitado. Desde el punto de vista de inversiones, y aunque no sea evidente, nos afecta más, por ejemplo, la política monetaria de la Reserva Federal, del BCE o el crecimiento de la economía china. Es cierto que desde una perspectiva patrimonial y del ahorro pueden tomar decisiones controvertidas. Igualmente, entendemos que en ningún caso se producirá una ruptura económica severa, ni que nuestras inversiones se vean afectadas al tener una exposición muy limitada a España.

Pensamos que nos espera un 2020 con volatilidad. Es decir, movidito. Son muchas las distorsiones en valoración pendientes de solución unido al hecho de que los populismos continúan enquistándose.

Por eso, mantenemos un posicionamiento prudente, a la espera de una corrección que nos permita volver a comprar compañías y sectores que ya han anticipado una recesión. Mantenemos una visión estructuralmente global, con un mayor peso en renta variable de Europa y Emergentes, con elevada liquidez para poder aprovechar oportunidades y en donde el valor a largo plazo de las inversiones seguirá siendo la clave.

Cómo lo vemos...

ACTIVOS	ANTERIOR (1-2 AÑOS)	VISIÓN ACTUAL (1-2 AÑOS)	COMENTARIO	RIESGOS DE LA POSICIÓN	VISIÓN ANTERIOR	VISIÓN ACTUAL
RV - USA	↘	↘	Valoraciones en máximos con mejora macro y rotación a Value	Sorprendente reacceleración de beneficios o re-rating adicional		
RV - Japón	↗	↗	Ruptura de rango multianual, valoración en mínimos de 20 años	Deflación sostenida		
RV - Europa	→	→	Valoraciones atractivas, falta mayor macro. Rotación a Value	Euro demasiado alto y riesgo político	→	→
RV - Emergentes	↗	↗	Valoraciones aún atractivas en entorno de mayor liquidez	USD demasiado fuerte y retirada de estímulos		
RV - Asia ex Japón	→	↗	China con potencial por mejora macro y menor presión comercial	China se ralentiza nuevamente. Volatilidad en el Yuan		
RF - Gobiernos	↘	↘	Evitar curva EUR - Curva USD sin recorrido adicional	Inflación repunta con fuerza		
RF - Alta Calidad Crediticia	↓	↓	Diferenciales se mantienen estrechos; sin valor	Mejora adicional del crecimiento sin repunte de inflación		
RF - High Yield	↘	↓	Valor en subordinados bancarios reduciéndose	Mejora macro sin inflación - Empeora sector financiero	↘	↘
RF - Convertibles	→	→	Entorno más volátil y correlación con High Yield	--		
RF - Emergentes	↑	↑	Preferencia divisa local. Relajación monetaria les favorece	Volatilidad divisas locales		
RF - TI Reales	↗	↗	Expectativas de inflación en mínimos	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 expectativa de bajada de tipos	Subida brusca de tipos de interés		
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.