

En el año de la *matrioshka*, trimestre tras trimestre, descubríamos un mercado dentro de otro; desde estimar un riesgo inflacionario y sobrecalentamiento económico hasta descontar una recesión económica. El mercado, en su estado esquizofrénico habitual, no ha defraudado. Es verdad que hay cambios de crecimiento económico y beneficios, pero el gran cambio se produjo en la psicología de los inversores, es decir, en el múltiplo que se paga por los activos. Y esto resultó en pérdidas para todos los índices durante 2018 (excepto los bonos de gobierno).

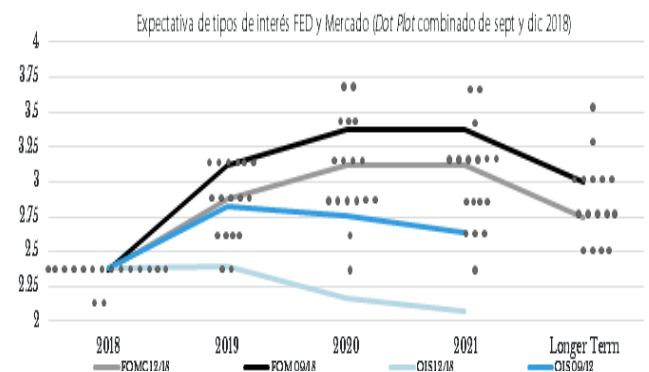
Los mercados de renta variable cayeron durante el cuarto trimestre. En concreto la renta variable global cayó un 13,4% (-8,7% en el año), EE. UU cayó un 13,9% (-6,2% en el año) y Europa un 11,8% (-13,2% en el año)¹. Por el lado de la renta fija también cayeron en el trimestre los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU un 0,2% (-2,5% en el año) y en Europa un -0,6% (-1,2% en el año). Igualmente cae el High Yield EE. UU un 4,5% (-2,1% en el año) y en Europa el 3,6% (-3,8% en el año). Y finalmente los bonos emergentes soberanos caen en el trimestre un 0,7% (-4,2% en el año) y los emergentes corporativos en dólares caen 0,1% (-1,9% en el año)².

Aparte de factores externos puntuales y algún pirómano echando gasolina a la hoguera (léase Steven Mnuchin, secretario del tesoro americano que aconsejaba, sin necesidad alguna y ante la sorpresa de los mercados, que estuvieran todos tranquilos porque había comprobado que los bancos tenían liquidez suficiente³), seguimos pensando que la clave es el drenaje de liquidez global que se está produciendo por parte de los bancos centrales. Como expone Louis Gave de Gavekal Research, hemos pasado de *"more money*

than fools" a una situación de *"more fools than money"*. En este caso la variable *"fools"* es constante.

Las condiciones monetarias se endurecen en EE. UU, Europa y China; bien sea subiendo tipos, dejando de comprar bonos o acabando con el *shadow banking*⁴. La menor liquidez aflora ineficiencias, reduce inversiones y frena el crecimiento del crédito. El agravante es la subida de tipos del pasado 19 de diciembre por parte de la FED, con la economía lanzando señales de desaceleración y con la expectativa de giro de la inflación a la baja. Algunos economistas le han llamado a este movimiento *"subida preventiva"*; nosotros seguimos sin saber qué significa. Los tipos de interés ya han superado los tipos de equilibrio y la FED se convierte en el pincha-globos de la fiesta.

En nuestra última *newsletter* hablábamos del problema que supone que la FED y los inversores no estén alineados en expectativas de tipos de interés. Y si el famoso *Dot plot* de la FED tenía mala pinta por la distancia que separaba las expectativas de la FED e inversores, ¡hay que verlo ahora!⁵



La FED, por la situación en la que nos encontrábamos, estaba forzada a llevar a cabo una normalización monetaria, pero igualmente está obligada a guiar a los participantes del mercado. Son estos últimos los que utilizan las tasas que fija la FED para invertir y valorar activos. En el gráfico se

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 Corporates TR Index Unhedged index
³ <https://www.nytimes.com/2018/12/24/business/stock-markets.html>
⁴ Se conoce como *shadow-banking* a la intermediación del crédito incluyendo entidades y actividades fuera del sistema bancario tradicional chino. En otros países éste se origina en los bancos no-comerciales y siempre a diferencia de China, son entidades reguladas. Llegó a representar un volumen de crédito del 87% del PIB.
⁵ Cada punto es un miembro de la FED y su estimación de tipos de interés. La línea negra es la media de estimación de tipos a futuro de la FED en sep. y la línea gris es la estimación en dic. La línea azul oscura es la probabilidad implícita de tipos medido a través de derivados en sep. y la azul clara la nueva estimación en dic.

observa cómo la FED (línea negra y gris) apenas ha rebajado sus expectativas de tipos entre septiembre y diciembre, frente a la probabilidad implícita del mercado (líneas azules) que ha caído de forma dramática hasta estimar... ¡una rebaja! de tipos el año que viene descontando una recesión.

Esa expectativa de recesión llega a ser obsesiva en los medios de comunicación, que no hablan de otra cosa y utilizan la inversión de la curva de tipos de interés como un martillo pilón. El funcionamiento normal de la curva es que los tipos de corto plazo, a los que se financia el gobierno, sean más bajos que los de largo. Pero la inversión de la curva es la consecuencia y no la causa. Es verdad que ha sido un buen indicador para anticipar problemas, pero no es una receta mágica y no aporta información sobre el plazo y la magnitud de éstos. Dependiendo del analista que uno escoja, los plazos que transcurren desde que se invierte la curva hasta que llega la recesión económica oscilan entre los 18 y 24 meses, e incluso a veces no se produce. Hoy, con el diferencial todavía positivo, apunta a que nos acercamos a un final de ciclo y habrá que ver cómo evoluciona.

Es cierto que se ha puesto freno al crecimiento global, pero:

1. Vemos que es razonable dadas las altas tasas de crecimiento de las que veníamos.

2. Se ha producido una serie de eventos puntuales que ha hecho que crezcamos menos de lo esperado.

Así, por ejemplo, en Europa, el sector de automóviles y componentes se ha derrumbado por varios factores (menor demanda china, nueva regulación WLTP⁶, incertidumbre de vehículos diésel, nuevos aranceles y mayor inversión vehículo eléctrico); o el efecto en crecimiento de la huelga en Francia. En China, por su parte, el gobierno está reduciendo el *shadow banking* (como medida de seguridad y control) y ha provocado una reducción considerable del crédito disponible. A nivel global, los reajustes del sector *retail* (por efecto Amazon)

junto con el invierno cálido del hemisferio norte, han provocado caídas fuertes de resultados con el reajuste que supone en la cadena de suministro. Estimamos que son efectos puntuales y reversibles en el medio plazo y, en el caso chino, esperamos una nueva ronda de estímulos para deshacer el camino de los últimos meses tras comprobar que se han pasado de rosca.

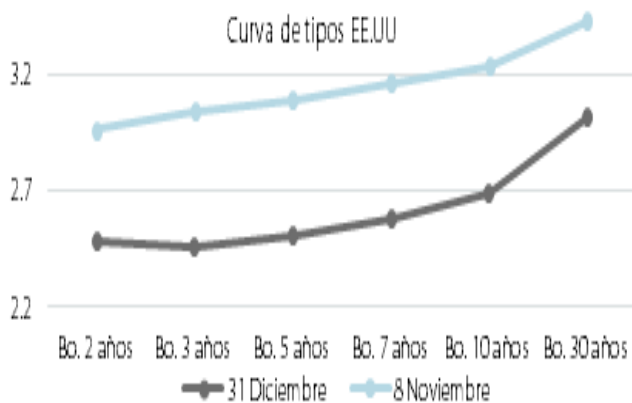
“Every government intervention (in the marketplace) creates unintended consequences, which lead to calls for further government interventions”

– Ludwig von Mises –

Uno de los mayores errores en los mercados es extrapolar la situación actual a futuro sin tener en cuenta que por el camino existen personas guiando y cambiando ese futuro. Es la mayor adicción de algunos economistas. Imaginemos que empieza un Real Madrid-Barcelona y en el minuto 3 uno de los equipos marca. Un economista diría que el partido va a acabar 30 a 0 (90 minutos y un gol cada 3 minutos). No suena muy razonable condenar de antemano el desarrollo de los acontecimientos. En economía es igual: los factores cambian, las variables se ajustan y la actuación de las personas tiene un efecto real.

Por ejemplo, una circunstancia que ha cambiado en los últimos dos meses es el coste de la deuda a largo plazo (ver la curva USD más abajo), y las implicaciones sobre el mercado hipotecario americano; rebajando uno de los mayores costes para las familias e incentivando la contratación de nuevas hipotecas.

⁶ <https://es.wikipedia.org/wiki/WLTP>



Queremos insistir en que las recesiones no tocan como si tuviéramos un décimo de la lotería de Navidad. Se producen por causas concretas y cómo se desarrollan es fundamental para las inversiones. Seguimos estimando que estamos ante un final de ciclo y que éste no acabará como 2008, a pesar del movimiento de mercado de los últimos dos meses.

Persistimos en la idea de que la clave es el drenaje de liquidez global. Y la inflación es, como los canarios en las minas de carbón, el dato que nos permite saber el ritmo al que se va a retirar la liquidez (o si vamos a poder respirar).

A principios de año teníamos cuatro escenarios en función de la inflación:

1. La inflación sube gradualmente al entorno del 3,5%. Al ser gradual, estaremos en un escenario de normalización monetaria: bueno en términos patrimoniales, con visibilidad en inversión y consumo.
2. La inflación sube abruptamente al entorno del 3,5%. Quizás el peor de los escenarios: inflación alta, subidas de tipos aceleradas, freno al crecimiento y un descuento en la valoración de los activos financieros.
3. La inflación cae abruptamente al entorno del 1%. Escenario negativo que supondría asumir la falta de efectividad del experimento monetario de los últimos años.

4. La inflación cae gradualmente al entorno del 1%. No sería positivo, e implicaría volver a estimular la economía.

Durante el 2018 pensamos que el mercado ha pasado de descontar el escenario 2 al 3. Estimamos que no debería ser ni uno ni otro; a principios de año no veíamos la inflación disparada por múltiples motivos (tecnología, deuda, utilización de la capacidad, oferta monetaria y empleo), y ahora tampoco vemos un movimiento deflacionario. Pensamos que la inflación permitirá un proceso de normalización monetaria gradual, y el hecho de que ésta no se dispare da margen de maniobra a la FED para moderar su mensaje de restricción monetaria durante 2019. Lo decisivo es saber si la FED utilizará este margen de maniobra.

Y el mercado, descontando la inflación de un lado a otro y un menor crecimiento, puso el modo tiro-la-pierda-y-escondo-la-mano (el cuarto trimestre fue uno de los peores comportamientos en la historia del S&P500); pero el precio del mercado es una combinación de expectativas de beneficios y de lo que los inversores están dispuestos a pagar por esos beneficios (es decir, el múltiplo). Lo primero es la realidad y lo segundo es el sentimiento. En el último trimestre lo que de verdad ha cambiado es el sentimiento y no tanto los beneficios. La clave está en ver si los beneficios y la economía entran o no finalmente en recesión, y si el sentimiento se corresponde con la realidad.

Durante las últimas 11 recesiones en EE. UU, la caída media de beneficios agregados del S&P500 fue del 18%. Sin embargo, la caída media del precio del S&P500 como consecuencia de esas recesiones fue del 26%. Haciendo el *número gordo* se podría decir que, en media, un 70% del movimiento del S&P500 es consecuencia de la realidad y un 30% del sentimiento. Sin embargo, los beneficios estimados para el 2019 prácticamente no han caído y el índice se ha dejado un 20% desde máximos. Se podría estimar que el mercado descuenta una recesión y que gran parte del movimiento está reflejado en los precios o que el sentimiento es tan malo que ha

influido en exceso en los múltiplos que el mercado está dispuesto a pagar.

El sentimiento es muy negativo y se refleja en los reembolsos netos de los fondos de renta variable (por cierto, buen indicador *contrarian*); a final de 2018 se produjo el récord histórico de reembolso de renta variable en una semana con retiradas por valor de \$52B. Igualmente, los diferenciales de crédito de high yield e investment grade⁷ se han deteriorado a una velocidad y a un nivel que parecen descontar una recesión (de 120pb a 190pb, y de 310pb a 534pb respectivamente), cuando en paralelo las tasas de impago no han repuntado.

“A bookstore is one of the only pieces of evidence we have that people are still thinking” – Jerry Seinfeld –

En parte es legítimo que el sentimiento sea tan negativo porque excusas no faltan: amenazas de guerra comercial entre EE. UU y China, presupuestos italianos, Brexit, las dificultades de países emergentes, el crecimiento chino, etc. Al mismo tiempo, la sensación de indefensión ante las ocurrencias políticas provoca que el mercado no consiga ver una solución y estime que éstos son la principal causa del problema. Esto provoca falta de visibilidad y, por tanto, afecta a las valoraciones. Día a día los inversores tienen que sobrellevar el último impulso de Trump, la evolución del *harakiri* de Reino Unido, el último capricho de la Unión Europea, el empeño de Maduro en batir a *Zimbabwe* en inflación o la originalidad de Erdogan en Turquía sobre teoría económica clásica (proponía bajar los tipos cuando tienen una expectativa de inflación del 16% y un déficit por cuenta corriente del 4%).

A pesar de ello, estimamos que la influencia de estos eventos, por ahora, no tienen implicaciones de calado en el crecimiento a largo plazo y, aunque puedan ralentizar el ritmo, por ahora no provocan

una recesión. En algunos casos como el Brexit, pensamos que es fundamental seguir muy de cerca los acontecimientos porque la probabilidad de un evento extremo está en máximos. Si éste se llegara a producir, seguimos pensando que se puede aprovechar para invertir contra el mercado.

En septiembre decíamos que, dados los múltiplos extremos y complacencia en valoraciones que veíamos en EE. UU bajábamos la exposición a renta variable. Tal y como dijimos, parte de esas ventas las mantuvimos en liquidez y el resto lo invertimos en bonos de gobierno en USD a tipos del 3% (pensábamos que tenía sentido patrimonial).

Como consecuencia del giro de mercado, en inversión directa (en bonos y acciones) hemos estado comprando renta variable durante el final de 2018 y continuamos en 2019. En concreto compañías cíclicas, líderes en su sector, sin deuda y amplios márgenes, que han sufrido caídas de entre el 50% y 70% desde máximos. Igualmente, mejoramos nuestra expectativa sobre la renta variable emergente por niveles de valoración extremos. En renta fija, a pesar de seguir negativos en high yield, pensamos que muchas de las emisiones perpetuas financieras europeas a niveles del 8-10% de TIR vuelven a tener sentido patrimonial de largo plazo. Adicionalmente, estimamos que el segmento de bonos convertibles tiene menos atractivo, dada la alta correlación con el high yield, y por el potencial ensanchamiento de diferenciales de crédito adicional que se pueda ver junto con el riesgo de iliquidez. Paralelamente, en la inversión a través de fondos, nos preparamos para volver a invertir en renta variable en fondos muy activos que busquen exposición al tipo de compañías que hemos mencionado.

Se ha producido un severo ajuste en múltiplos y seguimos pensando que estamos ante un final de ciclo que, en gran medida, ya está descontado. Estimamos que hay que seguir invirtiendo en los repuntes de volatilidad, persistiendo en la visión patrimonialista de largo plazo.

⁷ CSI BBB Index (US Corp BBB/Baa – Treasury 10 year Spread) y CSI Barc Index (BarcCap US Corp HY YTW – 10 year Spread)

VARIANZA

Cuarto trimestre 2018

Cómo lo vemos...

ACTIVOS	ANTERIOR (1-2 AÑOS)	VISIÓN ACTUAL (1-2 AÑOS)	COMENTARIO	RIESGOS DE LA POSICIÓN	VISIÓN ACTUAL
RV - USA	→	→	Los precios descuentan recesión, aprovechar caídas para comprar	Guerra comercial y volatilidad descontroladas	
RV - Japón	↗	↗	Ruptura de rango multianual, aceleración de beneficios	Deflación sostenida	
RV - Europa	↗	↗	Valoración, crecimiento beneficios y relajación monetaria adicional	Euro demasiado alto, riesgo político, Brexit y elecciones 2019	↗
RV - Emergentes	→	↗	Valoraciones atractivas tras las caídas	USD demasiado fuerte y retirada de estímulos	
RV - Asia ex Japón	→	→	China desacelerándose y con incertidumbre por guerra comercial	China se ralentiza nuevamente. Volatilidad en el Yuan	
RF - Gobiernos	→	→	Curva EUR no invertir - Curva USD en rango y aporta diversificación	--	
RF - Alta Calidad Crediticia	↓	↓	Diferenciales de crédito deberían seguir ampliándose	Trade inflacionario prematuro	
RF - High Yield	↘	↘	Valor en subordinados bancarios	Subida brusca de yields	↘
RF - Convertibles	↗	→	Entorno más volátil y correlación con High Yield	--	
RF - Emergentes	↑	↑	Diferenciales de rentabilidad atractivos. Preferencia divisa local	Volatilidad divisas locales	
RF - TI Reales	↗	↗	Entorno de normalización de tipos e inflación debe continuar	Trade reflacionario prematuro	
IA - Infraestructura	↗	↗	Recuperación del crudo favoreciendo	Sin visibilidad plan infraestructuras USA	
IA - Inmobiliario	→	→	Valoraciones y pausa en subida de tipos favorece	Subida brusca de tipos de interés	
IA - Materias Primas	→	→	Muy selectivos	--	→
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	→	→	Cobertura de riesgo ante caídas y capacidad de inversión posterior	Corrección de mercados	→

Alberto, Almudena y Pelayo.