

"I never said half the things I said"

– Yogi Berra –

El jugador de béisbol de los Yankees de los años cincuenta, igualmente conocido por sus récords como por sus frases para la posteridad, es quien mejor define las negociaciones de Trump sobre **comercio internacional**. Ahora hay acuerdo con México y Canadá. Al igual que con el acuerdo firmado con la UE, prácticamente no se ha conseguido nada nuevo, tan solo un mensaje político antes de las *midterm-elections* de noviembre. El problema es que ahora Trump se puede dedicar en exclusiva a los aranceles con China.

Seguimos pensando que no se producirá una guerra comercial, lo que sí pensamos es que la globalización va a tener que cambiar. Algunos lo llaman *De-globalization*, nosotros evolución de la globalización¹. El cliente demanda cercanía, calidad de producto y cuidado por los *stakeholders*. Estos tres factores tienen que combinarse con la idea de compañías multinacionales, tecnológicas y de gran escala. Pensamos que la limitación al comercio internacional no es económicamente eficiente, pero tampoco lo es casarte y tener hijos. No todo es economía, y negar la tendencia de una vuelta a lo local y a la especialización sería tener los ojos cerrados.

Los mercados de **renta variable** subieron durante el tercer trimestre, en concreto la renta variable global subió un 4,5% (3,8% en el año), EE. UU subió un 7,2% (9% en el año), y Europa un 0,8%² (-1,5% en el año). Es interesante resaltar que el MSCI World Index excluyendo EE. UU ha subido sólo un 0,7% (-3,7% en el año). Es decir, EE. UU es prácticamente el único mercado de renta variable que sube en el trimestre y en el año. Por el lado de la **renta fija**, suben en el trimestre los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU un 0,9% (-2,3% en el año) y se mantienen sin

cambios en Europa (-0,6% en el año). El High Yield recupera tanto en EE. UU un 2,4% (2,5% en el año), como en Europa un 1,6% (-0,2% en el año). Y finalmente los bonos emergentes soberanos suben en el trimestre un 2,1% (-3,5% en el año) y los emergentes corporativos en dólares un 1,4% (-1,7% en el año).

Consideramos que lo más importante del trimestre ha sido la **subida de tipos de interés**, y seguimos pensando que la clave es la inflación. Esto determinará la dirección y la velocidad de los tipos y, por tanto, las valoraciones, la inversión y el múltiplo que el mercado está dispuesto a pagar. Mientras la subida de la inflación sea gradual, estaremos ante un proceso de normalización monetaria y en un escenario predecible. El problema sería que se descontrolase, dando lugar a estimaciones de tipos muy superiores y por tanto creando inestabilidad financiera.

Decíamos a principios de año, citando a Warren Buffett, que durante 2017 la marea había estado muy alta y no se veía en el mercado quién estaba desnudo. Pues bien, la marea ha empezado a bajar, poco a poco, con la subida de tipos y la restricción monetaria. El ciclo económico en el que estamos responde a la inyección monetaria y el abaratamiento histórico del precio del dinero. Pensamos que el ciclo no está agotado, que la próxima crisis no tiene que ser un nuevo 2008, pero también observamos que poco a poco se empieza a ver complacencia en las valoraciones, en las inversiones y, por tanto, en la búsqueda de rentabilidad sin importar el control del riesgo; como menciona Howard Marks en su última carta a inversores *"too much money chasing too few deals"*.

¹ Emmanuel Faber (Danone CEO). <https://www.bloomberg.com/news/videos/2018-09-25/danone-ceo-says-consumers-led-a-food-revolution-video>

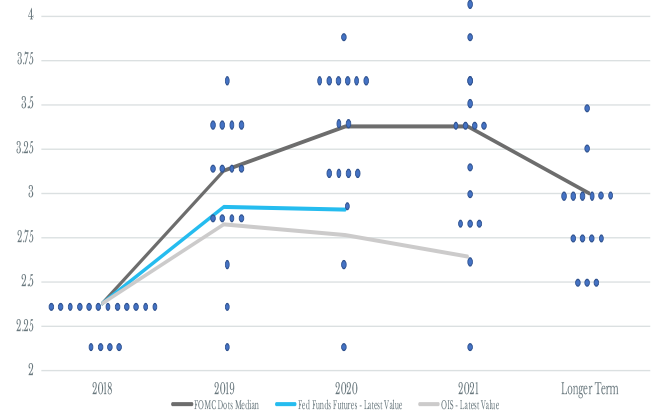
² MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe

Es sorprendente el nivel de financiación que están obteniendo los Private Equity, Venture Capital y demás sospechosos de llegar tarde al final del ciclo para inversiones con periodos de madurez largos y escasa liquidez. Como ejemplo, Softbank ha sido capaz de financiar un fondo de tecnología con \$100B en pocas semanas (Technology Vision Fund) y anuncia que quiere levantar la misma cantidad nuevamente en dos años. O que Amazon esté cotizando a un PER actual de 195x o de 109x para los próximos 12 meses: crece, tiene buenos márgenes, no tiene deuda y está reinventando el negocio del comercio minorista, pero todo tiene un precio ¿no? Estimamos que el final del ciclo no es inminente, pero cada vez está más cerca por lo que poco a poco hay que ir limitando la exposición a activos de riesgo.

Dados los niveles de crecimiento, inflación y desempleo en EE. UU, la FED o sube los tipos de interés o permite que se cree una burbuja de activos. Es decir, la FED no puede soplar y sorber al mismo tiempo.

En nuestra última *Newsletter* comentábamos el nivel al que la ecuación de Taylor³ indicaba que debían situarse los tipos de interés. Hace tres meses indicaba el 4,5%, ahora el 5,04%. Se empiezan a ver signos de cierta presión en la inflación que, aunque moderada y gradual, sirve de justificación para continuar con la normalización monetaria. La tasa de interés de equilibrio es la tasa de interés de una economía en pleno empleo y con la inflación controlada en el 2%. Cualquier tasa de interés menor al equilibrio será expansiva y viceversa.

En base al omnipresente *Dot Plot* (ver gráfico) la FED se verá forzada a superar los tipos de equilibrio en 2019, y transformar la política monetaria en restrictiva. Y cuando se vuelve restrictiva escasea el dinero, se apaga la música y se enciende la luz.



El **Dot Plot** es el gráfico que se publica en las reuniones de la FED. Cada punto representa a un miembro de la FED y sus estimaciones de tipos de interés para el final de cada año... y éstas siguen siendo desconcertantes:

1. Hay un miembro de la FED que estima que a final de 2019 los tipos deberían estar en el 3,625% y hay otro miembro que estima que deberían quedarse en el 2,125%. Una pequeña diferencia del 1,5%. La diferencia entre el máximo y el mínimo estimado en 2020 es aún peor, llegando al 1,75% ¿ciencia o arte?
2. Se desprende de estas estimaciones que la FED pretende subir tipos una vez más en 2018 y tres adicionales de 0,25% en 2019. Sin embargo, la estimación del mercado (medida a través de la probabilidad implícita en los futuros y opciones) es menor, por lo que la FED no parece estar convenciendo. En 2020 es peor y el mercado no estima ni una subida. La cuestión no es quién tiene razón, el problema es que no estén alineados: quien pone el precio del dinero y quien utiliza ese precio para valorar e invertir.

Los mayores tipos de interés en la curva americana frente al resto de economías hace que los inversores denominados en USD repatrien capitales de otros países para invertir a tipos más atractivos. Esto, junto con la apreciación del USD, provoca que a las economías emergentes les salten las costuras.

³ Formula de Taylor del profesor John Taylor de Stanford. $i = r^* + \pi + 0.5 (\pi - \pi^*) + 0.5 (y - y^*)$. O lo que es lo mismo, el tipo de interés de un banco central debe ser la diferencia de tipos reales y tipos nominales. <https://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/1998/march/taylor-rule-monetary-policy/>

Estas han incrementado su endeudamiento en dólares: el total de deuda mundial en USD ha pasado en los últimos 10 años de \$5,9T a \$11,4T, de los cuales casi el 70% corresponde a países emergentes. ¿Y cómo afronta una economía emergente la retirada de inversión y la subida del coste de la deuda cuando tiene déficit por cuenta corriente y elevada deuda? Pues como Argentina o Turquía. Hasta ahora la reserva federal había mostrado sensibilidad con la inestabilidad financiera global y, en muchos casos, ha modulado su mensaje. Esta vez, las economías emergentes tendrán menos USD disponibles, más caros y una menor sensibilidad por parte de la FED. Tendrán que hacer frente a esta situación a la antigua: con devaluación de moneda y ajuste fiscal. Sin embargo, en algunos casos estimamos que el reciente ajuste ha sido excesivo (por ejemplo, caídas en divisas emergentes desde máximos del 10%⁴) y empiezan a verse oportunidades que implementaremos con prudencia.

Lo que no puede ser no puede ser, y además es imposible

- Rafael Guerra Bejerano "El Guerra" -

Es imposible que la Unión Europea avance, frene el populismo o lidere en el ámbito económico si no se hacen reformas. La Unión Europea realiza reformas cuando tiene la soga al cuello; cuando no la tiene, silba, disimula y mira para otro lado. Llevamos unos meses silbando, pero ahora toca Brexit e Italia.

Por un lado, Reino Unido envidia, la Comisión dice dos más, y los británicos jórdago! Lo curioso es que ninguno de los dos tiene buenas cartas y los dos pierden por igual. Una salida de la Unión Europa sin acuerdo provocaría que Reino Unido volviera a las reglas del Tratado de la Organización Mundial de

Comercio, es decir a un bloqueo parcial de las fronteras para medicamentos, comunicaciones, electricidad, etc. Es difícil ganarse la simpatía de la gente cuando los dejas sin medicamentos. En principio, la próxima fecha límite para alcanzar un acuerdo es el 18 de octubre (la salida efectiva sería el 29 de marzo de 2019), y si éste no se alcanza, llegará la volatilidad al mercado, la depreciación de la libra, la inflación a Reino Unido y, presumiblemente, reducciones en las estimaciones de PIB. Pero estimamos que estos efectos serían temporales porque antes o después se flexibilizarán las posiciones por una lógica presión popular.

El sistema de incentivos actual es algo perverso: el Reino Unido aspira a conseguir lo bueno de estar en la UE, pero con maniobrabilidad en materia de libre circulación de personas y mercancías; por su parte, los europeos están incentivados a "castigar" a los británicos para evitar que otros países vayan detrás. Cuando estén en un callejón sin salida, ambas partes flexibilizarán las líneas rojas, las fechas límites y ambos podrán vender la firme y magnífica postura que han mantenido. A largo plazo, entendemos que se establecerá una relación razonable que tendrá poca incidencia sobre el crecimiento, el desempleo o los beneficios empresariales en agregado. Estimamos que es un *non-event* y deberíamos aprovechar cualquier euforia o depresión en el mercado para ir en contra.

Por otro lado, el gobierno italiano es la consecuencia del sentir de su gente. Sea de quien sea la responsabilidad, el PIB italiano per cápita ha crecido un 40% en los últimos 20 años frente al 75% de España o el 60% de Alemania⁵. Y cuando no hay dinero en el bolsillo cualquier excusa en forma de inmigrante o de puente en Génova sirve como arma contra Bruselas.

El gobierno italiano busca la aprobación de un déficit del 2,4% (con vuelta al 2% en 2021) y el mercado y Bruselas no se lo toman bien. Italia tiene varios factores que le confieren mayor capacidad

⁴ MSCI Emerging Markets Currency Index ha caído desde el máximo del 3 de abril hasta el mínimo el 11 de septiembre un 9%. Es la tercera caída más prolongada y profunda en los últimos 20 años por detrás de las caídas del 2008 y el 2015.

⁵ Datos de Eurostat. PIB per cápita Italia en 1998 de 19.900 euros y en 2017 28.400 euros. España PIB per cápita en 1998 13.700 y 2017 de 25.100 euros. Alemania PIB per cápita en 1998 de 24.600 y 2017 de 39.500 euros

de negociación: es una economía grande (\$1.8T, tercera economía de la Eurozona y el 15% de peso), tiene superávit por cuenta corriente, superávit primario fiscal y no necesita a los mercados internacionales para refinanciar su deuda (más de 2/3 de la deuda está en posesión de los propios italianos).

Nuestra estimación es que Bruselas, a regañadientes, acabe aceptando la propuesta y que la posible inestabilidad ofrezca oportunidades de inversión (por ejemplo, en la deuda soberana italiana a corto plazo).

Y en España por lo menos no hacemos ruido en los mercados, pero políticamente seguimos paralizados. Mientras tanto el crecimiento del PIB del segundo trimestre fue dos décimas menor a lo esperado (2,5% vs 2,7%). En fin...

Empiezan a observarse determinados indicadores en EE. UU que sugieren una inquietante complacencia. Así, la pendiente de la curva americana en 0,25 (cerca de invertirse)⁶, el PER actual de 18x, algunas valoraciones pagadas por

Private Equity, las operaciones de M&A en máximos históricos (\$3,3T en los nueve primeros meses de este año, lo que supone ya un 39% sobre 2017), el ROE agregado acercándose al 13% o el spread de High Yield en USD en mínimos de 320 puntos básicos. Seguimos pensando que los tres mayores riesgos a vigilar en este final de ciclo son la inflación, los populismos y la iliquidez de las inversiones.

Creemos que hay que ir posicionándose con mayor prudencia. Por eso vamos a reducir el peso de la renta variable americana. Parte de estas ventas se invertirán en renta fija soberana americana (dado el atractivo patrimonial que los tipos a corto empiezan a tener: cercanos al 3%) y parte se mantendrá en liquidez para nuevas inversiones a medida que surjan oportunidades.

Cómo lo vemos...

ACTIVOS	ANTERIOR (1-2 AÑOS)	VISIÓN ACTUAL (1-2 AÑOS)	COMENTARIO	RIESGOS DE LA POSICIÓN	VISIÓN ACTUAL
RV - USA	→	→	Beneficios se aceleran aunque con mayor incertidumbre política	Guerra comercial descontrolada	
RV - Japón	↗	↗	Ruptura de rango multianual, aceleración de beneficios	Deflación sostenida	
RV - Europa	↗	↗	Valoración, crecimiento beneficios y relajación monetaria adicional	Euro demasiado alto	↗
RV - Emergentes	→	→	Valoraciones atractivas tras las caídas	USD demasiado fuerte y retirada de estímulos	
RV - Asia ex Japón	→	→	China estable pero con mayor incertidumbre por guerra comercial	China se ralentiza nuevamente. Volatilidad en el Yuan	
RF - Gobiernos	→	→	Mejor visión sobre curva americana e incrementamos duración	--	
RF - Alta Calidad Crediticia	↓	↓	Inicio tendencia de subida de tipos	Trade inflacionario prematuro	
RF - High Yield	→	↘	Diferenciales de crédito estrechos	Subida brusca de yields	↘
RF - Convertibles	↗	↗	Volatilidad en mínimos y ganar exposición a RV lo hace atractivo	--	
RF - Emergentes	↑	↑	Diferenciales de rentabilidad atractivos	Volatilidad divisas locales	
RF - TI Reales	↗	↗	Entorno de subida de tipos y mayor inflación debería favorecer	Trade reflacionario prematuro	
IA - Infraestructura	↗	↗	Recuperación del crudo favoreciendo	Sin visibilidad plan infraestructuras USA	
IA - Inmobiliario	→	→	Valoraciones más atractivas en USD tras las caídas	Subida brusca de tipos de interés	
IA - Materias Primas	→	→	Entorno macro debe favorecer. 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	↓	→	--	Corrección de mercados	→

Alberto y Pelayo

⁶ La diferencia entre los tipos a 10 y 2 años suele emplearse como indicador de recesión cuando la diferencia entre ellos, es decir la pendiente, es negativa.