

“Everything is changing. People are taking their comedians seriously and the politicians as a joke”

– Will Rogers –

A veces cuatro años parecen poco tiempo para gestionar un país a largo plazo y, otras veces nos parecen una eternidad (Trump). Ocasionalmente, ni siquiera se llega a los dos años (Italia). De vez en cuando, medimos nuestros límites con cuatro elecciones en cuatro años (España). Otros se quitan la careta y directamente no gobiernan (Reino Unido). Los Gobiernos no están, pero se les espera...y desde hace tiempo. Terminamos un trimestre de mucha política: idas, venidas, amenazas, desplantes, insultos, maniobras, *impeachments* y, sin embargo, todo permanece igual. Bienvenidos al trimestre de la marmota.

sordo arrítmico y cojo. Nos encontramos que, por ejemplo, en Europa se necesita un programa de estímulo fiscal expansivo para complementar la política monetaria, y este no llega.

“One of the key problems today is that politics is such a disgrace, good people don't go into government”

– Donald Trump –

Mario Draghi compareció en septiembre por última vez como presidente del BCE bramando a favor de una intervención fiscal¹. La política monetaria es la clave, pero se está demostrando que es insuficiente. Europa no genera inflación y empieza a tener dificultades de crecimiento en un momento en el que no cabe más liquidez en el sistema (política monetaria), pero en el que ha predominado la austeridad de los gobiernos (política fiscal). La política monetaria en este momento es como seguir poniendo comida al perro cuando no tiene hambre.

La política monetaria tiene un componente de ciencia y otro psicológico. Ambos son importantes. El componente psicológico lo definió Sir Mervyn King (exgobernador del Banco de Inglaterra) como el “Maradona theory”². En cuartos de final del Mundial de fútbol de 1986, Maradona consiguió regatear a cinco jugadores ingleses yendo en línea recta simplemente amagando con moverse de un lado a otro, pero sin realmente cambiar su dirección. La política monetaria es parecida: no sólo



Siempre hemos pensado que la política está sobrevalorada. Es decir, se le atribuyen poderes mágicos cuando un país funciona, y viceversa. Desde nuestro punto de vista la política puede acompañar, o no, al movimiento de un país, al ciclo económico y social en un periodo determinado. Pero nada más, o favorece y facilita, o perjudica y dificulta el ritmo económico. En este momento la política está desacompasada con el ciclo como un

¹ Durante la conferencia se tomaron múltiples medidas monetarias adicionales: €20B de compras mensuales (QE sin calendario hasta cuando sea necesario), reducción de 0,1% del tipo de depósito adicional, nuevo TLTRO, Tiering para los bancos. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/index.en.html>
Adicionalmente, se expuso la necesidad de complementar las medidas monetarias con las fiscales, las cuales escapan del control del BCE. <https://www.youtube.com/watch?v=WrwQSFdDlQ>

² <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2005/monetary-policy-practice-ahead-of-theory>

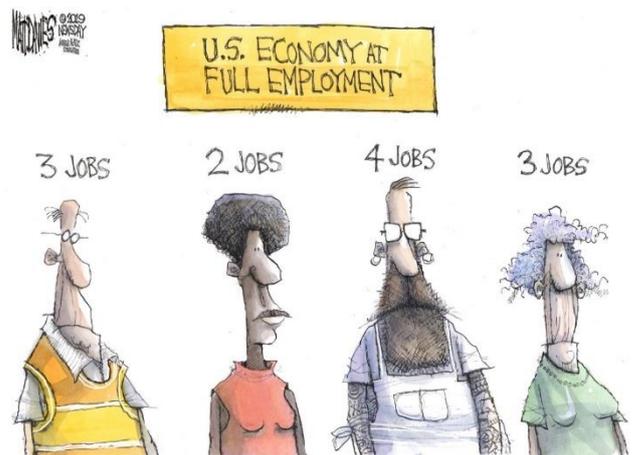
es efectiva cuando tiene influencia real en la economía, sino también cuando los agentes económicos creen que es real. Y esto es precisamente lo que empieza a suceder en Europa. La sensación de ineffectividad de las medidas monetarias empieza a instalarse poco a poco en los mercados. De ahí la importancia de combinarlo con políticas fiscales. El efecto real se perdió hace tiempo, y ahora estamos empezando a perder el efecto psicológico.

Desgraciadamente, la "lógica" de funcionamiento de los gobiernos es que, hasta que no es evidente el deterioro, no se toman medidas. Lo que debería haberse implementado hace unos años empieza a asomar la cabeza porque estamos en una recesión industrial global³ con riesgo de extenderse al sector servicios. Los países más austeros encuentran ahora la justificación en esta recesión para plantear medidas de estímulo fiscal.

Por ejemplo, Holanda acaba de anunciar una reducción de impuestos de €3B y planes para crear un fondo de inversión con presupuesto anual⁴. Otros, como Alemania, lo tienen más difícil porque tienen en su constitución grabado a fuego lo de no gastar. Los alemanes podrían implementar medidas fiscales modificando la constitución (exigiría mayoría de 2/3 en las dos cámaras), declarando el estado de emergencia por la situación económica (necesitarían mayoría del 50% en el Bundestag), alegando "circunstancias excepcionales", en cuyo caso sólo puede incurrir en un déficit del 0,35% sobre el PIB o, y aquí está la clave, aprobando un programa de protección para el cambio climático. Es importante recordar que Alemania ha pasado en los últimos años de una deuda pública del 82% del PIB al 61%, dirección contraria al resto del mundo. Dadas las dificultades legales para incurrir en déficit fiscales, los más

probable es ver el cambio climático como excusa para insuflar euros en el sistema.

Estos estímulos parecen insuficientes por ahora porque, a pesar de la aparente estabilidad macro, el deterioro de actividad y riesgo de deflagración al resto de la economía es real. Por ejemplo, el desempleo americano llega al 3,5%, cifra no vista desde 1969. La inflación subyacente está en el 2,4%, no muy alta en términos absolutos, pero no visto desde hace 11 años y el crecimiento del PIB en el 2,3%. Por el lado europeo, el desempleo está en el 6,7%, el crecimiento en el 1,4% y la inflación subyacente en el 1%. En China, y si nos fiamos de los datos, hay cierta estabilidad.



Pero, por otro lado, la realidad de los indicadores adelantados de actividad indica que la situación en Estados Unidos y Europa está debilitándose⁵. Igualmente, son variados los signos que alertan sobre el final de un ciclo tras una expansión de más de 10 años y bajos tipos de interés. Durante el último trimestre, por ejemplo, se produjo la "anunciada-hasta-la-saciedad" inversión de la curva USD (tipos de interés a 10 años menores que los de 2 años)⁶.

Como hemos comentado en muchas ocasiones, pensamos que los tipos de interés ultra bajos

³ La actividad industrial de Estados Unidos y Europa medida a través de los ISM Manufacturing PMI están desacelerándose, llegando a indicar recesión. En niveles de 47,8 en Estados Unidos y en 45,7 en el caso de Europa (< 50 es indicativo de recesión). Es interesante el debate que ha comenzado sobre si es recesión frente a desaceleración <https://www.nytimes.com/2019/09/13/business/economy/recession-slowdown-difference.html>

⁴ <https://www.ft.com/content/d45d8378-d962-11e9-8f9b-77216ebe1f17>

⁵ <https://www.conference-board.org/data/bci.cfm>

⁶ El funcionamiento normal de la curva es que los tipos de corto plazo, a los que se financia el gobierno, son más bajos que los de largo. Cuando esta relación se invierte es un indicador de problemas económicos (pero no aporta información sobre el plazo y la magnitud de los problemas). Los plazos medios 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.

durante tanto tiempo han generado anomalías peligrosas que alertan sobre los excesos. Vemos a Estados Unidos financiándose al mismo coste que Grecia, a una compañía como WeWork valorada ridículamente, al private equity con \$2T de liquidez disponible para invertir, a bonos *high yield* con rentabilidades negativas o diferencias históricas de valoración entre las compañías *Growth* y *Value*⁷.

Igualmente, empezamos a ver señales que desincentivan la inversión y, por tanto, pueden complicar el crecimiento futuro aún más. La guerra comercial empieza a dar señales de compresión en márgenes como consecuencia de la reasignación de la cadena de producción⁸. La intervención política reciente en el mercado del alquiler de la vivienda en varios estados o ciudades (Berlín, Oregón y California⁹) apunta al traspaso de valor del capital a las rentas. La falta de visibilidad política en Reino Unido o Hong Kong pasa factura a la inversión¹⁰. En todos estos eventos se utiliza la falsa justificación de proteger al trabajador, pero no a la inversión.

Pensamos que todas estas alertas empiezan a ser más que evidentes en el día a día y apuntan a la imposibilidad de ver valoraciones en el mercado mayores que las que hemos visto. No estimamos que el consumo y la inversión vayan a crecer repentinamente favoreciendo un contexto en el que podamos ver crecimientos de beneficios adicionales. Sí podemos justificar un *rerating*¹¹ en determinadas compañías que están ya descontando un escenario catastrofista y, en nuestra opinión, no está justificado y son una buena oportunidad.

Por todo lo anterior, insistimos en que vemos un mercado en rango: con un suelo por parte de las instituciones cuando la situación empeora, y un techo como consecuencia de la falta de visibilidad

que frena la inversión y el consumo, y la sobrevaloración de muchos activos como la renta fija o las compañías de crecimiento.

Durante el tercer trimestre la renta variable global aumentó un 0,1%, en Estados Unidos un 1,2% y en Europa un 2,1%¹². Por el lado de la renta fija también subieron los bonos de alta calidad crediticia en Estados Unidos un 3% y en Europa un 1,3%. Igualmente avanzó el High Yield en Estados Unidos un 1,3% y en Europa el 1,5%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos un 0,1% y los emergentes corporativos en dólares un 1,5%¹³.

Todo periodo de inestabilidad y polarización conlleva extremos, lo cual supone oportunidad. Actualmente, tenemos por un lado las compañías con visibilidad y componente tecnológico vendiéndose a PER 24x (MSCI World Growth Index). Por otro, tenemos a compañías Value vendiéndose a PER 14x (MSCI World Value Index). Es precisamente este segundo grupo donde continuamos encontrando oportunidades no vistas en muchos años.

En VARIANZA solemos llamar al día en el que suben con fuerza las compañías más cíclicas, sin visibilidad y denostadas, los "días Michelin". Por el contrario, los días en los que los valores con crecimiento de resultados suben, los "días Netflix". Michelin entra dentro de la categoría de cíclicos que nadie quiere (con un PER 9x) y Netflix dentro de las compañías con visibilidad de crecimiento y que todo el mundo quiere a PER 81x. Pues bien, en los últimos años han predominado los días Netflix: los inversores compran visibilidad de crecimiento en ventas sin importar mucho el precio, todo a la espera de que en el futuro se venda más caro. Y al mismo tiempo, venden los valores que pueden tener volatilidad y dar problemas en un comité de inversiones (nótese que ir a un comité de inversiones a explicar que uno

⁷ https://gallery.mailchimp.com/3463db02ebea62c65eefe94ea/files/3c64cd51-c822-4724-9607-2d3d5c533128/2T_2019.pdf

⁸ <https://www.investopedia.com/how-the-trade-war-is-stifling-capex-and-margins-4767356>

⁹ <https://www.marketwatch.com/story/california-governor-signs-statewide-rent-control-law-2019-10-08>

¹⁰ <https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3022390/cities-trouble-london-will-weather-no-deal-brexite-can-hong-kong>

¹¹ Significa que los inversores están dispuestos a pagar un precio mayor por los mismos beneficios. Es decir, si una compañía mantiene constantes sus beneficios, pero pasa de PER 8x a 10x, su cotización habrá subido un 20% sin haber incrementado sus beneficios.

¹² MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente.

¹³ 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.

ha comprado una compañía del sector industrial, que acumuló una pérdida en 2018 del 30% y con beneficios que se pueden seguir deteriorando es más incómodo que acudir con una compañía tecnológica, que subió un 40% y además está en los periódicos todos los días como ejemplo de compañía a la que parecerse).

Sin embargo, en el último mes de septiembre Netflix ha caído un 9% y Michelin ha subido un 7%. Extrapolándolo al resto del mercado, el MSCI Growth ha subido un 0,3% y el Value un 3,6%. Esto es precisamente lo que creemos que tiene sentido que se consolide en el mercado y, además, podría suceder sin que se produzca un crecimiento de beneficios (con un simple *re-rating* provocado por una rotación generalizada de carteras, y constatando que llegados a este punto hay muchas valoraciones que no tienen sentido).

En conclusión, pensamos que estamos en un proceso de normalización monetaria de largo plazo, en donde debería entrar en juego la política fiscal. Este proceso tiene un componente de inestabilidad generado por los populismos, que afloran como consecuencia del descontento por la recuperación desigual entre las personas¹⁴.

Todo ello continúa durante el último trimestre fomentando inestabilidad y falta de visibilidad. Esto hace que se mantenga la polarización extrema del mercado: con unas valoraciones en máximos e injustificables (como Netflix o la renta fija) y otros donde hay múltiples oportunidades (Michelin).

Seguimos con un posicionamiento prudente, creemos que hay que ser especialmente activos dentro del rango de mercado y al mismo tiempo, persistir en la compra de compañías con amplios márgenes, alta rentabilidad sobre capital invertido, baja deuda y que están baratos, aunque sean posiciones incómodas en el corto plazo. Mantenemos esta estrategia tanto si invertimos a través de fondos de terceros, como a través de inversión directa.

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 inconsistentes con deterioro macro | Sorprendente reaceleración de beneficios | | |
| RV - Japón | ↗ | ↗ | Ruptura de rango multianual, valoración en mínimos de 20 años | Deflación sostenida | | |
| RV - Europa | → | → | Valoraciones atractivas, falta estabilización macro | 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 estabilizada pero dependiente de guerra 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 | 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

¹⁴ Muy interesante ver la relación entre el crecimiento de salarios y crecimiento real en Estados Unidos desde 1972 hasta hoy. Los salarios en términos reales están ligeramente por debajo desde entonces y la economía un 250% por encima <https://www.ft.com/content/9c0ff498-dee3-11e9-9743-d5a370481bc>