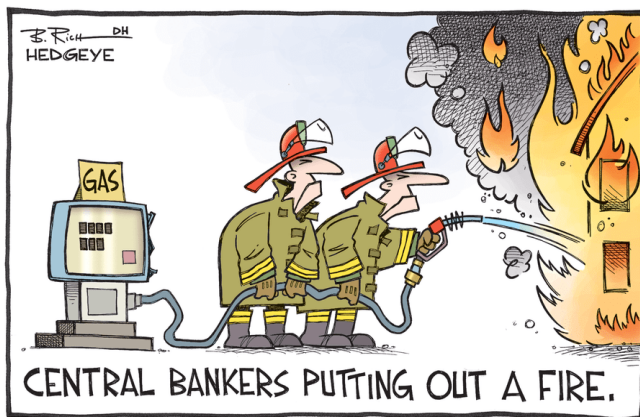


“Hear no evil, speak no evil, and you won’t be invited to cocktail parties”

– Oscar Wilde –

El último trimestre (y los últimos años) lo podemos resumir como el de los banqueros centrales pirómanos-bomberos, como el del atragantamiento populista, o el de los mercados *yonkis*–estímulo–dependientes. Lo podemos resumir como un trimestre en el que la influencia de las instituciones es omnipresente, impredecible y probablemente poco útil, y que deja en un segundo plano la realidad económica que debería importar: el ciudadano y el bien común.



Recordamos que cuando se cierra el grifo de la liquidez y los tipos bajos, se acaba la fiesta. Y se acaba porque los proyectos ineficientes e incluso insolventes, no encuentran financiación para sostenerse. Se acaba porque las inversiones se posponen hasta ver “más claridad”. Se acaba porque los consumidores se lo piensan dos veces antes de comprar la casa, el coche o ir a al restaurante de moda a probar la última ginebra rosa.

- Jerome, Jerome... ¡Qué la fiesta se acaba! – clamaban los miembros de la FED.
- ¿Cómo? ¿Qué?... ¡Agárrame la copa! – contestó Jerome Powell.

Y estas son las últimas palabras de la pasada reunión de la FED antes de que su Gobernador, Jerome Powell, lanzara un mensaje todavía más

proclive a la baja de tipos de interés. Que siga la fiesta.

Un pequeño resumen para no perdernos: hace dos años, los bancos centrales, animados por el crecimiento y la inflación, empezaron a retirar los estímulos de los últimos 10 años. En el proceso parece que se pasaron de frenada, retirando en exceso mientras la economía empezaba a ralentizarse y la consecuencia fue el descalabro de los mercados. Reconociendo su error, a principios de 2019 dieron un giro contundente a su política restrictiva, tras un dato débil de inflación que les permitió hacer *backpedalling*. A raíz de este cambio, vemos este año subidas importantes en renta variable y fija. Los bancos centrales se han convertido en un cuerpo de bomberos muy efectivo, apagando el incendio ¡que ellos mismos provocaron!

El giro radical y el nuevo posicionamiento de la política monetaria de la FED convirtió al resto de bancos centrales en tibios, forzándolos a adoptar nuevamente una actitud expansiva. Pero las dudas crecen:

¿Son bajadas preventivas o reactivas? Es decir: ¿anuncian que van a bajar tipos y hacer lo necesario para apoyar el crecimiento por si acaso o porque realmente existe un riesgo de recesión inminente? ¿Cumplirán con las expectativas? En EE. UU. se descuentan tres bajadas de tipos antes del final de 2019. En Europa, una nueva bajada del tipo de depósito (hasta el -0,5% desde -0,4%) e incluso compras adicionales de activos. ¿Mantiene la política monetaria la efectividad de los últimos años para convertir este “parón” en un simple bache dentro de un súper-ciclo económico?

Seguimos pensando que todo forma parte de un proceso de normalización monetaria atropellado, en donde hay que modular la retirada de liquidez sin pasarse ni quedarse corto en función de la

respuesta de la economía. Paralelamente, pensamos que es preocupante el creciente nivel de dependencia que tienen los mercados a los estímulos, incapaces de funcionar de forma autónoma. E igualmente pensamos que la efectividad de los estímulos es cada vez menor, hasta el punto de que vemos inevitable entrar en un proceso de ajuste con reducción de la inversión y del consumo que catalice un parón. La clave será la profundidad del ajuste.

En paralelo y entremezclado con los bancos centrales, empezamos a sufrir de atragantamiento populista; Trump y los aranceles, la formación de gobierno en España, Italia, *Never-ending-Brexit*, etc.



En nuestra última *Newsletter* hacíamos referencia a la peligrosa relación entre crisis económica y populismo. No terminamos de ver cómo se va a cerrar la caja de Pandora. Y no va a ser fácil porque los políticos están incentivados para pensar sólo en el corto plazo y porque la desigualdad y fractura creada en la sociedad empieza a enquistarse.

Por ejemplo, durante el trimestre, Trump ha estado especialmente activo presionando a una FED en principio "independiente". Trump quiere, una divisa barata... pero claro, el resto de los países también la quieren. Lo que inexorablemente lleva a una

guerra de divisas en la que todos pierden. Este tema va a dar que hablar en los próximos meses. Sobre manipulaciones e intervenciones es interesante la entrevista del Financial Times a Vladimir Putin en donde concluye que el modelo "liberal" está acabado¹.

Todo ello resta visibilidad para la inversión y el consumo, incrementa el coste de capital y debilita a la sociedad en general. Nos hacemos más débiles para enfrentar "*unintended consequences*"².

Entretanto, la economía se ralentiza poco a poco. Lo vemos en la actividad industrial de Europa y Estados Unidos³, en la cercana inversión de la curva⁴, en las ventas globales del sector autos⁵, o en el freno de la inflación en los principales bloques económicos. Los beneficios empresariales se resienten y, a pesar de las estimaciones aún optimistas del consenso para la segunda parte del año, creemos que éstos no serán capaces de repuntar considerablemente para final de 2019.

—
"A market is the combined behavior of thousands of people responding to information, misinformation and whim" –
 Kenneth Chang –

La reacción del mercado ha sido el equivalente a soplar y sorber. Es decir, tanto renta variable como fija suben a la vez. En concreto, durante el segundo trimestre la renta variable global aumentó un 3,4%, en EE. UU. un 3,8% y en Europa un 1,5%⁶. Por el lado de la renta fija también subieron los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. un 4,5% y en Europa un 2,2%. Igualmente avanzó el High Yield en EE. UU. un 2,5% y en Europa el 2,4%. Y finalmente, los bonos

¹ <https://www.youtube.com/watch?v=YCxHh2rf21E>

² John Locke (1632 – 1704) fue el primero en plantear el concepto de "*Unintended Consequences*" como respuesta a la regulación de los tipos de interés.

Posteriormente fue tratado por Adam Smith o Robert k. Merton entre otros, como concepto económico o social de las consecuencias de la intervención regulatoria en un sistema complejo https://en.wikipedia.org/wiki/Unintended_consequences

³ US ISM Manufacturing PMI Index – Eurostat Industrial Production Eurozone Index y/y

⁴ https://www.gurufocus.com/yield_curve.php

⁵ China Automobile Sales Passenger Car y/y – US Auto Sales Total Annualized SAAR

⁶ MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente.

emergentes soberanos un 4,5% y los emergentes corporativos en dólares un 3,1%⁷.

Esta inconsistencia parece estar basada en un nuevo paradigma que relaciona la evolución de la bolsa y los bonos. Históricamente guiados por la teoría clásica hemos asumido que si un inversor compra un bono a 10 años en negativo es porque espera que la inflación sea menor al tipo nominal (deflación) o porque espera que no exista crecimiento alguno (recesión), o una combinación de ambas, y todo ello durante los próximos 10 años. Si estimas cualquiera de los dos escenarios anteriores, las acciones de las compañías deberían caer.

Pero el mercado normaliza gradualmente esta idea del nuevo paradigma. El dinero es gratis y los estados se financian ilimitadamente sin coste⁸; por su parte los inversores compran renta fija como si no hubiera mañana, incluso a tipos negativos (\$12.5 T)⁹, pensando que los tipos seguirán bajando y podrán obtener más ganancias. Y la renta variable sube porque cuanto menor sea el tipo de interés, menor es el coste del capital y, por tanto, mayor la valoración. En realidad, es perfecto... y los bancos centrales tienen el incentivo de seguir alimentando a la bestia porque contentan a países, compañías ineficientes, gran parte de los mercados y, de paso, mantienen sus puestos de trabajo.

Es importante ser abierto de mente y tratar de encontrar el sentido lógico a la situación actual porque igual lo tiene. Si todo el mundo participa de tipos negativos será porque tiene sentido, ¿no?

Por ejemplo, prestar dinero al estado alemán durante 10 años, sin ver un solo cupón en el proceso, y que te devuelvan menos capital. Así es como Alemania acaba de "colocar" 4.000 millones de deuda. O prestarle dinero a Nokia, con su

intachable pasado de vanguardia tecnológica, hasta 2021 con rating *high yield* de BB+ y que te cueste dinero¹⁰. O financiar al estado griego al mismo precio que a EE. UU. (2%). ¿No es mejor guardar el dinero en un tarro en la cocina que al menos no tiene coste? Otro ejemplo sería Tesla que no gana dinero, tiene \$12B de deuda, vende 245.000 vehículos y tiene un valor en bolsa de \$46B frente a Ford, que gana \$5B al año, tiene caja neta de \$5B, vende más de 6 millones de vehículos y vale \$40B.

Esta situación podría prolongarse durante más tiempo porque hay un dicho que reza: "Don't fight the FED". Pero ¿cuál puede ser el desenlace? O la "normalidad" acaba restableciéndose con la intervención de los bancos centrales (no parece muy probable dada la dinámica en la que se han metido), o el mercado encuentra una excusa o catalizador nimio e inesperado que, sin avisar, ponga en precio los riesgos reales del mercado y afloren las vergüenzas. De momento, sigue funcionando depositar la confianza en la FED porque siempre termina saliendo al rescate (*Greenspan Put* en terminología de mercados¹¹). Pero una vez el mercado ya ha descontado la mejora, ¿tiene sentido arriesgarse y pensar que la FED soportará un mercado que demanda estímulos indefinidamente? En realidad, cuando el mercado está en máximos se incrementa la probabilidad de decepción (y viceversa).

Somos por tanto escépticos con los nuevos paradigmas. Entendemos la sensación que tienen muchos inversores de estar viviendo el cuento de *Pedro y el lobo*. Año tras años recibimos el mensaje de los riesgos de la renta fija y termina siendo el mejor activo. Pero verdaderamente creemos que al final el lobo viene y se come a las ovejas. Igualmente, estimamos que a precios máximos

⁷ 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.

⁸ La MMT (*Modern Monetary Theory*) es una teoría defendida por algunos economistas y políticos como los demócratas Bernie Sanders y Alexandria Ocasio Cortez. <https://www.businessinsider.es/economist-survey-alexandria-ocasio-cortez-modern-monetary-theory-2019-3?r=US&IR=T>

⁹ <https://www.ft.com/content/a1899c76-92a8-11e9-aea1-2b1d33ac3271>

¹⁰ <https://www.boerse-berlin.com/index.php/Bonds?isin=XS1577727164>

¹¹ Durante el mandato de Alan Greenspan como presidente de la Reserva Federal de 1987 a el año 2000, cada vez que había una caída de mercado de más del 20%, la FED bajaba los tipos de interés resultando normalmente en una tasa de interés real negativa. Dicha actuación alimentaba la asunción de riesgos y el exceso de liquidez, y era tomado por los mercados como una garantía de último recurso para las inversiones. https://en.wikipedia.org/wiki/Greenspan_put

históricos (en gran parte) de la renta variable y de la renta fija¹² conviene ser conservador y mantener una perspectiva patrimonialista en las inversiones; que tengan sentido financiero a largo plazo y no en términos relativos.

Otra de las anomalías que estamos viendo en el mercado y nos preocupa especialmente es el creciente riesgo de iliquidez. Hay dos tipos de iliquidez preocupante: por un lado, la de los fondos que han suspendido reembolsos por no corresponder la periodicidad de su valor liquidativo con las inversiones ilíquidas en las que participan para conseguir rentabilidad extra (que luego sale muy cara)¹³. Y por otro, la nueva regulación impide a muchas entidades financieras intermediar bonos, por lo que el volumen se ha reducido sustancialmente¹⁴. Si a esto le añadimos la proliferación de ETFs de Renta Fija montamos un cocktail molotov.

Pensamos que hemos asistido a una pura expansión de múltiplo, y aunque el optimismo actual lo justifique, creemos que no hay que perder la perspectiva: los estímulos son para revitalizar la economía, que crezcan los beneficios y mejore la sociedad. Si el efecto es mínimo, el mercado lo reflejará. Seguimos por tanto prudentes, tanto en inversión directa como a través de fondos, pensando que estamos en un mercado en rango. No somos capaces de ver niveles más altos dada la fragilidad actual de la economía, la mayor probabilidad de decepción por parte de bancos centrales y los riesgos de valoración e iliquidez. Al mismo tiempo, estamos preparados con la liquidez generada para aprovechar posibles oportunidades, bien en caídas de mercado, bien ideas concretas que puedan surgir. En los últimos meses por ejemplo hemos comprado:

Vermilion Energy: compañía de exploración y producción de petróleo y gas con activos en Europa, Norte América y Australia (exposición

diversificada a diferentes referencias: Brent, WTI, Henry Hub, TTF y NBP). Invierte en activos poco convencionales, con bajas tasas de declive y donde puede extraer eficiencias de capital (altos márgenes). *Track-record* demostrado del equipo directivo que es también accionista (5% de la compañía). Tasa de crecimiento anual compuesto de las reservas 11% desde 2011, *recycle ratio* 3.7x (sostenibilidad a partir de 1x). Crecimiento financiado con generación de caja interna, sólido balance y potencial de exploración en Alemania, Europa Central y Canadá. La sólida generación de flujo de caja le ha permitido mantener y hacer crecer el dividendo en los últimos 14 años (incluyendo 2014-2016), con la valoración actual ofrece un dividendo del 9%.

Booking Holdings. Es la mayor agencia de viajes online y propietaria de marcas como booking.com, priceline.com, rentalcars.com, etc. Genera más de \$100 B anuales en reservas hoteleras y 22 millones de alojamientos afiliado en 220 países. Altamente rentable (márgenes operativos del 35%, rentabilidad del capital invertido > 20% y rentabilidad sobre recursos propios > 40%), altas barreras de entrada (escala, inversión tecnológica y fuerza de ventas). Beneficiada por la tendencia estructural a la digitalización y venta de viajes online. Tras años de fuerte crecimiento, las ventas y beneficios se han ralentizado, en gran parte por el frenazo de la economía europea (75% de sus ingresos). Con ello, la valoración se ha reducido a niveles de PER 17x, EBIT/EV superior al 7%. En nuestra opinión, a estos precios es una compañía de calidad, muy rentable, con alta capacidad de inversión y una oportunidad de crecimiento en el medio plazo (potencial expansión en Asia y mayor penetración en EE. UU.).

¹² Por ejemplo, el bono alemán a 10 años en mínimos de -0.4% y el S&P500 en máximo histórico de 3000

¹³ Varios fondos en el año han suspendido reembolsos: Woodford Asset Management, H2O (Natixis) porque el volumen de reembolsos no se puede cubrir con la venta de activos dado que los éstos son demasiado ilíquidos. A estos hay que sumar el incidente de GAM del año pasado con su gestor Tim Haywood y el fondo estrella GAM Absolute Return <https://www.ft.com/content/78b86586-9491-11e8-b67b-b8205561c3fe>

¹⁴ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2019/07/11/why-everybody-is-concerned-about-corporate-bond-liquidity>

VARIANZA

Segundo trimestre 2019

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 reacceleración de beneficios		
RV - Japón	↗	↗	Ruptura de rango multianual, aceleración de beneficios	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 desacelerándose e implementando medidas de estímulos	China se ralentiza nuevamente. Volatilidad en el Yuan		
RF - Gobiernos	→	→	Curva EUR y USD no invertir - reducir duración tras la fuerte subida	Inflación repunta con fuerza		
RF - Alta Calidad Crediticia	↓	↓	Reciente estrechamiento de diferenciales resta aún más atractivo	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	↑	↑	Preferencia divisa local. Nueva relajación monetaria les favorece	Volatilidad divisas locales		
RF - TI Reales	↗	↗	Tipos de interés reales en rango	Riesgo de repunte extremo de escenario reflación/deflación		
IA - Infraestructura	↗	↗	Recuperación del crudo favoreciendo	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	--	→	→
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 y capacidad de inversión posterior	Corrección de mercados	↗	↗

Alberto, Almudena y Pelayo.