

“When I was a kid, I used to pray every night for a new bicycle. Then I realized that the Lord doesn't work that way, so I stole one and asked Him to forgive me”

– Emo Philips –

El populismo toma formas y bandos diferentes dependiendo del país, pero el fenómeno es global y las consecuencias, comunes: inestabilidad, ralentización económica y ataque a las instituciones. En las democracias actuales prevalece lo emocional frente a lo racional y el individualismo frente al bien común. El término democracia se empieza a confundir con olocracia¹; el primero es el gobierno del pueblo, que con la voluntad general legítima al poder; la segunda es el gobierno de la muchedumbre que a la hora de abordar asuntos políticos presenta una voluntad viciada, confusa e irracional (término acuñado por Polibio en sus obras *Historias* en torno al año 200 a. C.).

Tras la crisis financiera de 2008, la recuperación ha sido desigual y gran parte de los quilombos de hoy responden a la frustración y a la búsqueda de soluciones inmediatas. Las consecuencias de los populismos son la inestabilidad social y de las instituciones, y económicamente provoca que la inversión y el consumo se ralenticen a la espera de visibilidad. Brexit, Aranceles, *Modern Monetary Theory* (MMT), respuesta europea a la amenaza china, presupuestos italianos, etc., son todos olores del mismo abono populista.

De entre las múltiples secuelas de los populismos, destaca la “propuesta” en EE. UU. llamada *Modern Monetary Theory* (MMT)² y se promueve como la madre de todas las soluciones cuando en realidad, y como dice Charles Gave de Gavekal, no es moderna, no es monetaria e incluso no es una teoría. Dicha teoría, defiende que los gobiernos pueden imprimir dinero y gastar sin necesidad de financiarlo, siempre y cuando la inflación esté

contenida. Algo así como cenar en un restaurante y hacer un “sinpa”.

A veces populismo y nacionalismo se entremezclan. Ante la amenaza que ahora supone China, tenemos a Europa proponiendo la creación de “campeones nacionales” para defenderse. Entre otras ocurrencias, y aprovechando la oportunidad, Alemania propone la fusión de Deutsche y Commerzbank, tratando de alterar las leyes de la química: nunca la unión de dos *moñigas* resultó en un merengue. En España sabemos mucho de química; por ejemplo, Bankia. Ahora es un buen banco, pero la fusión entre cajas que iba a ser la panacea se torció por el camino y costó más de 22.000 millones de ayuda pública. ¿La forma de combatir a China es crear campeones nacionales, o hay que ser eficiente, dinámico y productivo?

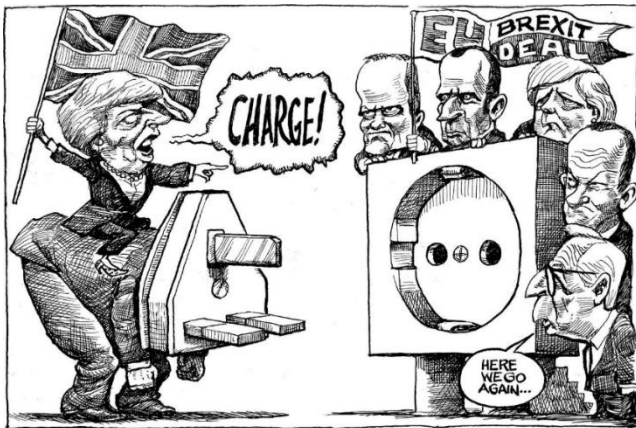
Trump y los aranceles son otro buen ejemplo de populismo. Cuando ha comprobado que los aranceles se parecen a un boomerang y que no tiene victorias con las que jalea a sus votantes, se ha puesto a negociar con más entusiasmo. No esperamos un acuerdo revolucionario sino más bien un intento digno de apagar el fuego que el mismo Trump encendió. Adoptaríamos una posición contraria y por tanto prudente, sin esperar grandes pactos que reactiven el crecimiento global.

De entre las consecuencias más graves de los populismos está el Brexit. No porque los ingleses se marchen o se queden en la Unión, sino por el daño irreparable que el proceso está provocando en la sociedad y en las instituciones. Theresa May mantiene una defensa numantina, y al igual que la ciudad de Numancia en el 133 AC, ha decidido suicidarse antes que rendirse. Estoica mujer. No

¹ <https://es.wikipedia.org/wiki/Olocracia>

² 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>

sabemos lo que sucederá, ni cuándo ni cómo. Lo único que podemos estimar es que cada vez es menos probable un escenario extremo. Si el mercado llegase a descontar un escenario radical, habría que invertir en contra del mercado porque a largo plazo el Reino Unido y la UE se necesitan. Mientras tanto, asistimos al lamentable espectáculo...



The Economist – Feb 2019

La crisis de 2008 provocó un daño profundo y los bancos centrales respondieron con una inyección monetaria abrumadora que, en gran parte, consiguió su objetivo: que el mundo no volviera al trueque. La recuperación ha sido importante, pero está siendo desigual en la sociedad y supone un caldo de cultivo para mensajes con soluciones simples para situaciones complejas.

"It is a fine thing to be honest, but it is also very important to be right"

– Winston Churchill –

Seguimos estimando que la política monetaria es la clave en este momento. La cantidad de dinero en el sistema marca el ritmo de arranque o parada de los principales bloques económicos. Y por tanto,

será el uso de la política monetaria lo que permitirá apaciguar los populismos. Ralentización económica y populismo son una mala combinación.

Los tres grandes bloques económicos están en momentos del ciclo distinto, pero bajo la misma amenaza:

- EE. UU. fue el primero en iniciar un proceso de normalización monetaria; una vez alcanzada la estabilidad en crecimiento, inflación y empleo comenzó a subir tipos de interés y a reducir el tamaño del balance de la FED.
- China, inmersa en un proceso de transición económica de país productor a consumidor, con una creciente influencia en el resto del mundo, continúa tratando de suavizar el frenazo económico que esta transición supone. Al mismo tiempo, trata de contener los posibles efectos negativos del extraordinario endeudamiento en el que ha incurrido en los últimos diez años.
- Y por último Europa, donde la *japonización*³ es una realidad: sin crecimiento, sin inflación, con mucha deuda y un envejecimiento poblacional preocupante. A estos problemas se le une la falta de flexibilidad política, monetaria y fiscal que hoy en día conlleva estar en la Unión Europea.

La amenaza común es la incapacidad de crecer sin estímulos económicos. El proceso de normalización monetaria no va a ser lineal, y ahora la clave está en ver si quedan armas de política monetaria suficientes para la próxima ralentización económica, para unas economías con síndrome de abstinencia monetaria.

En el segundo semestre del año pasado, la política monetaria de EE. UU. y China se volvió restrictiva; la FED subió en exceso los tipos de interés, llegando a tocar los tipos de equilibrio y China, en su intento por controlar la deuda⁴, trató de comprimir al máximo el *Shadow Banking*. Ambas economías

³ <https://www.ft.com/content/1954c468-449a-11e9-b168-96a37d002cd3>

⁴ China está intentado frenar y controlar la intermediación del crédito fuera del sistema bancario tradicional chino. El conocido como *Shadow Banking*, y a diferencia de otros países, no era una actividad regulada. Llegó a representar un volumen de crédito del 87% del PIB.

acabaron imponiendo un frenazo económico global, que incluso les sorprendió a ellos mismos a juzgar por el giro de 180 grados que su política monetaria ha tomado en los primeros meses de este año.

Resaltábamos en nuestra última *newsletter* que se estaba imponiendo un ritmo de retirada de dinero excesivo, que esperábamos que la inflación fuera menor y sirviera de excusa para moderar el proceso de normalización monetaria. En EE. UU., por ejemplo, se debían alinear las estimaciones de mercado y la FED en su famoso *dot plot*⁵ (a final de 2019 el mercado estimaba una bajada de tipos frente a la FED, que estimaba dos subidas). Finalmente vimos un dato de baja inflación (desde 2,5% hasta 1,5%) que la FED aprovechó para dar un volantazo. En su nuevo *dot plot* prevé que no habrá subidas de tipos en 2019, y además dejará de reducir su balance (en un año el balance ha pasado del 25% al 19% del PIB). Igualmente, China y Europa le han comprado el mensaje, bien implementando medidas fiscales o monetarias⁶ como China, bien con medidas de política puramente verbal como el BCE.

Los bancos centrales han sabido reaccionar, el problema es que han sido tan contundentes que han puesto nerviosos a los mercados, que ahora estiman que las autoridades están viendo algo en el crecimiento que los demás no ven.

En concreto, lo que estima el mercado se ha trasladado a la renta fija y a la renta variable de manera distinta. Por un lado, en la renta fija se llegó a ver que los tipos de interés a 3 meses eran superiores a los del 10 años (curva USD). Como bien es sabido, los inversores obtienen mayor tipo de interés a largo plazo para ser compensados por el plazo; en este caso, esa prima por tiempo ha

llegado a ser negativa. Es decir, la curva estaba invertida⁷. Y la inversión de la curva, que como ya comentamos es una consecuencia y no la causa de los problemas económicos, apunta a muy bajo crecimiento e inflación. Por el contrario, el efecto sobre la renta variable ha sido positivo: hemos visto fuertes subidas durante el primer trimestre como consecuencia del soporte de los bancos centrales.

En concreto, durante el primer trimestre la renta variable global subió un 11,8%, en EE. UU. un 13,1% y en Europa un 12,3%⁸. Por el lado de la renta fija también subieron los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. un 5,1% y en Europa un 3,2%. Igualmente subió el High Yield en EE. UU. un 7,3% y en Europa el 5,3%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos recuperaron un 6,1% y los emergentes corporativos en dólares subieron un 5,4%⁹.

Pero ¿no son estos mensajes contradictorios? Por un lado, la renta variable rebota con fuerza eliminando las pérdidas del 2018 y por el otro, la renta fija descuenta una posible recesión en los próximos meses.

Sí, son mensajes contradictorios. Y en este contexto favorecemos el mensaje que se concluye de la renta fija. Adoptamos un posicionamiento más prudente ante lo que seguimos pensando que es un final de ciclo. Creemos que la renta variable está descontando un escenario demasiado positivo apoyándose en expectativas positivas sobre los aranceles de Trump, del Brexit y de los nuevos estímulos que den soporte a una “re-aceleración” de los beneficios en la segunda parte del año y del crecimiento global. Sin embargo, las estimaciones de beneficios para este año continúan cayendo y, para justificar los niveles de los índices de renta variable tras el rebote, deberíamos ver un *re-rating*

⁵ Gráfico que publica la Reserva Federal con estimaciones de tipos de interés a futuro para cada uno de sus miembros y es el gráfico empleado para comparar con las estimaciones del mercado <https://www.bloomberg.com/graphics/fomc-dot-plot/>

⁶ China ha implementado medidas como la reducción del IVA, reducción del impuesto de sociedades, reducción de los costes de contratación, reducción del ratio de reservas a los bancos para expandir el crédito, ha anunciado planes en infraestructuras, etc. Li Keqiang anunciaba “*We could use price tools such as reserve-requirement ratios, interest rates. We are not going towards monetary easing, but effectively supporting the real economy.*”

⁷ La diferencia entre los tipos a 10 y 2 años suele emplearse como indicador de recesión cuando la diferencia entre ellos, por tanto la pendiente, es negativa. En este caso, la pendiente de la curva que se ha invertido es el 3 meses – 10 años, mientras que la relación 2-10 sigue constante y todavía en positivo.

⁸ MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente.

⁹ 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.

en los múltiplos. Actualmente estamos a 16,8x PER esperado para los próximos 12 meses en el S&P500 y de 14,2x en el Stoxx600. En ambos casos por encima de la media de los últimos diez años, y en lo que estimamos que es un final de ciclo en donde los bancos centrales han comenzado a posicionarse para amortiguar la caída en la economía. Somos incapaces de justificar una expansión de múltiplos adicionales desde estos niveles y nos parece más razonable pensar en un mercado en rango.

Por ello, y tras múltiples compras a lo largo de noviembre y diciembre en inversión directa (acciones y bonos), volvemos a un posicionamiento conservador: reducimos peso en renta variable nuevamente y si continúa la subida, seremos más agresivos en las ventas. En la inversión a través de fondos de terceros ya adoptamos un posicionamiento conservador a principios de octubre del año pasado vendiendo renta variable americana, e igualmente reduciremos más si continúa la subida.

“Siempre deja la ventura una puerta abierta en las desdichas para dar remedio a ellas”

– D. Quijote de la Mancha, Capítulo XV –

Más allá de las grandes cifras y el Asset Allocation *top-down*, surgen oportunidades “micro”. Siempre las hay, y cuanto mayor es la falta de visibilidad, mejores ideas se encuentran. En este momento, creemos que los índices están caros; pero estos son la agregación de, por ejemplo, un sector como la tecnología con valoraciones extremas y de otro como el sector industrial en mínimos históricos. Así, por ejemplo, nos encontramos a Owens Illinois en EE. UU. o Schaeffler en Alemania, entre algunas de las oportunidades en las que estamos invirtiendo.

Si no te interesan estas compañías, puedes saltar directamente al final ¡gracias por haber llegado hasta aquí!

Schaeffler es una compañía familiar que opera en el segmento de los componentes de alta precisión para el automóvil y otras industrias. Es líder en desarrollos innovadores para la transición a nuevas formas de movilidad, como el coche eléctrico o autónomo, energías renovables y movilidad (invierte €850M anuales en I+D). Tiene márgenes operativos superiores al 10%, ROIC del 17%, dividendo del 7% y PER de 6x. La cotización, en mínimos de los últimos 5 años, está afectada por varios factores como la transición a WLTP (el nuevo protocolo de emisiones), la caída en ventas en China y la transición a vehículo eléctrico. Estimamos que es una compañía de calidad y a buen precio.

Owens Illinois es el mayor fabricante de envases de cristal del mundo con 77 plantas en 23 países. Un negocio con altas barreras de entrada y contratos a largo plazo en donde es necesaria la proximidad para la distribución al cliente. Altamente rentable (>25% ROIC) y con alta generación de flujos de caja que le permiten afrontar su deuda financiera (un tanto elevada aún, en proceso de reducción) con comodidad. La compañía está embarcada en un plan estratégico con enfoque claro en la eficiencia operativa y aumentar la rentabilidad para el accionista: con programas de recompra de acciones (aprox. de un 5% de las acciones cada año), pago de dividendo y reducción del endeudamiento. Cotiza actualmente a un PER de 6,5x y un múltiplo de Valor Empresa/Beneficio operativo de 9X.

VARIANZA

Primer 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	↗	→	Tras el fuerte rebote, valoraciones razonables hasta mejora macro	Euro demasiado alto, riesgo político, Brexit y elecciones 2019	↗	→
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 no invertir - Curva USD a pesar de la subida; protección	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 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	→	↗	Preparación ante caídas y capacidad de inversión posterior	Corrección de mercados	→	↗

Alberto, Almudena y Pelayo