

It's amazing that the amount of news that happens in the world every day just exactly fits the newspaper

– Jerry Seinfeld –

Si el volumen de noticias definiera la importancia de éstas, pensaríamos que están al mismo nivel los aranceles de Trump, la subida de tipos de interés o el chalé de Galapagar de Pablo Iglesias. Y más allá de cualquier otro tema que levante pasiones, lo importante no suele ser titular.

Los mercados de renta variable recuperan en el segundo trimestre frente al cierre de marzo, en concreto en el segundo trimestre subieron 1,1% la renta variable global (-0,7% en el año), 2,4% Europa (-2,4% en el año), y 2,9% EE. UU. (1,7% en el año).¹ Por el contrario, la renta fija continúa cayendo durante el segundo trimestre: desde -1% en renta fija corporativa en EE. UU. (-3,3% en el año) y -0,25% en Europa (-0,65% en el año)², hasta Global High Yield -1% (-1,2% en el año). Continúa la volatilidad, la falta de visibilidad y la aparente vulnerabilidad de los mercados a cualquier noticia.

Los titulares económicos nos venden la idea de que “nos toca una recesión”. Tertulianos, periodistas, especialistas y la vecina del tercero nos hablan de una inminente recesión ... y no una cualquiera; otro 2008 o incluso peor. Creemos que las recesiones “no tocan”, hay que ir analizando múltiples factores y, aunque creemos que nos acercamos a un final de ciclo, hay que distinguir entre ralentización, recesión o depresión. Australia lleva más de 25 años sin una recesión. La realidad es compleja y no puede reducirse a unos ciclos armónicos en donde inexorablemente todo acaba explotando.

“The Stock Market has predicted 9 of the past 5 recessions” – Paul Samuelson – Premio Nobel de Economía 1970

Pensamos que nos acercamos a un final de ciclo porque la economía, con EE. UU. a la cabeza, gana tracción en términos de inflación, empleo y crecimiento. De final de ciclo a recesión hay un salto grande. Estimamos que es razonable una normalización de los tipos de interés y que ello no tiene por qué ser malo en sí mismo. La ecuación de Taylor³ es una fórmula que sirve de “guía” para situar los tipos de interés por parte de un banco central. Tras un período de tiempo prolongado indicando tipos bajos, apunta a que los tipos en EE. UU. deberían situarse en niveles casi precrisis del 4,5%. En Europa, algo más contenido en el 2,5%.

Por la parte macro seguimos viendo crecimiento en EE. UU., aceleración en Europa tras una ralentización en la primera parte del año y estabilidad en China⁴. Incluso se anticipa mayor crecimiento en el PIB de EE. UU. tal y como se observa en el GDPNow de la FED de Atlanta⁵, repuntando un 4,5% estimado para el segundo trimestre.

Por el lado de los beneficios empresariales se mantienen las estimaciones optimistas tanto para EE. UU. como para Europa. Las mayores estimaciones de beneficios junto con las caídas de precio del índice hacen que se haya producido un

¹ MSCI World, Stoxx600 Europe y S&P500

² Bloomberg Barclays US Corporate TR Index y Bloomberg Barclays Euro Agg Corporate TR Index

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/>

⁴ Citi Economic surprise Index United States, Citi Economic Surprise Index Eurozone y China Li Keqiang Index

⁵ GDPNow Atlanta FED. Es una estimación no oficial del PIB real de EE. UU. utilizando variables disponibles para estimar el PIB que finalmente se publica <https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow.asp>. Lógicamente, suele ser algo más volátil que los datos que finalmente se publican.

derating⁶ significativo. El S&P500 ha pasado de un PER estimado a 12 meses de 20x en enero a 17x actual. Una caída del 15% en valoración, pero del 5,4% en precios (desde máximos). El Stoxx600 ha caído de 16,2x de PER estimado a 14,5x actualmente. Es decir, una caída del 10% en múltiplo frente a una caída en precios del 5,6%.

Entonces, ¿cuál es la razón por la que el mercado tiene esta volatilidad? En nuestra opinión el foco debe estar en la inflación. Y en concreto, lo importante es la velocidad del movimiento que tenga la inflación más que el nivel absoluto en el que se sitúe finalmente. Esto determinará los tipos de interés y, por tanto, el devenir económico.

En función del movimiento de la inflación en el corto plazo en EE. UU. estimamos cuatro posibles escenarios:

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%. Es el escenario que se descontó en las caídas de febrero. 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. Escenario que no se ha visto desde los años 70.
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. A este escenario le damos una menor probabilidad porque estamos viendo múltiples variables económicas que apuntan en dirección contraria.
4. La inflación cae gradualmente al entorno del 1%. No sería positivo, e implicaría volver a estimular la economía. En el fondo, donde están ahora mismo Europa o Japón.

El camino lógico sería pasar del escenario 4 al 1 (por la evolución en EE. UU.). Por otro lado, vemos la inflación repuntando, pero no abruptamente por las variables que la han mantenido baja durante años:

- **La tecnología.** Como ejemplo, ver el análisis de Peter Diamandis en su libro *Abundance: the future is better than you think* en donde analiza el efecto de la tecnología sobre la inflación. Selecciona 11 aplicaciones que se lanzaron al mercado alrededor de los años 80 (una videoconferencia, un GPS, una cámara de fotos, etc.) y lo ajusta a dólares de hoy. El resultado es que aplicaciones valoradas en más de \$900.000 hoy cuestan cero (o \$518 de un Iphone 7). Una presión en precios estructural.
- **La deuda,** tanto de países como de compañías, es elevada. Igual que favorece el crecimiento de precios mientras la deuda se acumula, ejerce de freno cuando queda poco espacio para seguir apalancándose.
- **La utilización de capacidad productiva** no está en máximos. No se fabrica al máximo potencial porque el incremento de la capacidad para fabricar que se instaló antes de la crisis fue amplio y ahora sigue sobrando. Si se alcanzan máximos empezaremos a ver presión en precios. Por ejemplo, la utilización de la capacidad en EE. UU. está al 78%. Se puede hablar de presión inflacionaria cuando se llega a niveles del 85%⁷.
- **La oferta monetaria** medida a través de la M2 (en resumen, el efectivo, cuentas corrientes y depósitos) ejerce de freno a los precios. Existe un menor porcentaje de crecimiento de M2 en EE. UU. y Europa desde final de 2016.
- **Empleo.** Simplificando, la relación con la inflación sería la siguiente: cuanto mayor empleo, mayores salarios y, por tanto, mayor renta disponible para gastar y mayores costes laborales. Es decir, presión inflacionaria. La curva de Phillips⁸ explica esta relación. Hoy se pone en

⁶ Derating. El nivel del índice es la combinación de beneficios y múltiplo sobre esos beneficios que el mercado está dispuesto a pagar. El derating se refiere a pagar un menor múltiplo por los mismos beneficios. Por ejemplo, pasar de PER de 18 a 17 veces con los mismos beneficios esperados.

⁷ Una fábrica no puede llegar al 100% porque tiene mantenimiento, paradas técnicas y de seguridad que hacen que la utilización se considere en máximos aproximadamente en el 85%.

⁸ <https://www.investopedia.com/articles/markets/081515/how-inflation-and-unemployment-are-related.asp>

entredicho porque a pesar de crearse empleo no hay presión inflacionaria. Existen múltiples teorías sobre por qué no está funcionando, pero el desempleo, la tecnología y la menor capacidad de negociar salarios por la globalización, hacen que temporalmente la relación no funcione.

Por tanto, estimamos que nos acercamos a un final de ciclo, sin riesgo de recesión por ahora y donde el movimiento que tenga la inflación será clave.

Existe un miedo generalizado a que la subida de tipos provoque caídas en los activos de riesgo por un mayor coste de financiación y por un incremento del Equity Risk Premium⁹. Según nuestros cálculos, un incremento de 2 puntos en el coste de financiación de las empresas y un proporcional incremento del tipo de interés del bono 10 años, provoca una caída en valoración en el S&P500 del 5,7% y del 6,1% en el Stoxx600¹⁰, siempre y cuando todo lo demás permanezca constante. Es decir, las ventas, los márgenes y apalancamiento operativo no se vean afectados.

En un segundo plano existen una serie de riesgos que pueden afectar a nuestro escenario de normalización. Por ahora no pensamos que estos riesgos hagan descarrilar nuestro escenario base o, como escribió en su libro *A Life in our Times* el economista canadiense John Kenneth Galbraith: *"Then the shit hit the fan"*. Los riesgos que vemos son:

- **Populismo.** Incluiríamos aquí los impredecibles movimientos políticos (Rusia, Irán, y Corea del Norte), la efervescente corriente euroescéptica y la omnipresente guerra comercial (a pesar de los esfuerzos de Trump, no creemos que finalmente acabe en drama).
- **Deuda.** Es uno de los principales frenos a la inflación, pero al mismo tiempo es un riesgo. Por ahora está controlado, pero dado el ritmo de crecimiento hay que seguir la evolución. Según nuestro análisis, las compañías del S&P500 (quitando financieras) tenían un ratio

de Deuda Neta sobre Ebitda de 3,45x antes de la crisis, ahora de 2,07x. Para el Stoxx600, el ratio estaba en un llamativo 4,7x y ahora en el 1,93x. Es importante seguir la preocupante evolución de la deuda corporativa en países emergentes (sobre todo Brasil, India y China), la vulnerabilidad ante subidas de tipos de interés en EE. UU y la retirada de estímulos. Hace pocos días, en una inusual declaración, Urjit Patel (Gobernador del Banco de la India) alertaba a la FED del daño que este proceso puede llegar a producir en su economía, y en emergentes.

- **Crisis de liquidez.** Probablemente el de mayores consecuencias potenciales. La proliferación del trading algorítmico y la gestión pasiva (ETF), que venden la liquidez como una cualidad intrínseca, pueden acabar con problemas si el mercado se "seca". Al mismo tiempo, este riesgo se agrava con la restricción de liquidez global en USD por parte de la FED.

Creemos que, teniendo en cuenta los riesgos mencionados, hay que centrarse en:

1. **Gestión activa** frente al éxito de los últimos años de la gestión indiciada o pasiva, para aprovechar la volatilidad y la inversión en activos no correlacionados (frente a los últimos años de correlación de todos los activos).
2. **Diversificación** progresiva de renta variable hacia mayor peso de la renta fija. A medida que se produce una normalización en los tipos de interés, comienza a tener sentido patrimonial comprar tipos del 4% (como por ejemplo en la curva USD). Igualmente, progresiva rotación hacia mayor calidad y posiciones defensivas.
3. **Carteras líquidas.** Preferencia por fondos líquidos o inversión directa. Precaución con el private equity, suscritos en un final de ciclo y tras años de tipos ultra-bajos.
4. **Visión a largo plazo.** Mantener una visión patrimonialista, es decir, poder sacrificar en el corto plazo para obtener una mayor ganancia en el largo.

⁹ Equity Risk Premium (ERP). Es el exceso de retorno que se obtiene por invertir en activos de riesgo frente a la tasa libre de riesgo. El ERP es un componente esencial de la tasa de descuento que se aplica para valorar activos de riesgo. Cuanto mayor sea el ERP, menor la valoración y viceversa.

¹⁰ Basado en un modelo de valoración propio de VARIANZA. Disponible para todo el que quiera profundizar en detalle.

VARIANZA

Segundo trimestre 2018

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.