

“The stock market is filled with individuals who know the price of everything, but the value of nothing”

– Philip Fisher –

¿Ha cambiado el precio o el valor de los activos?

Los mercados caen en el primer trimestre del año, no importa si hablamos de renta variable o de renta fija corporativa. Las caídas en el año van desde un -1.7% en renta variable global, -4.7% en Europa y -1.2% en EE. UU.¹ hasta un -2.3% en renta fija corporativa en EE. UU. y -0.4% en Europa². Hay algunos casos llamativos como el FTSE100 en Reino Unido con -7.2%. De los 47 índices de renta variable o renta fija que seguimos, 36 han caído en lo que va de año.

Durante los dos últimos meses el mercado ha puesto el freno. Y ha encontrado la justificación en dos eventos. Por un lado, la caída de febrero por un temor a una inflación mayor de la esperada. Por otro, la caída de marzo por las amenazas de Trump de imponer aranceles e iniciar una guerra comercial. Todo ello entremezclado con un repunte de la volatilidad por factores técnicos (productos vendidos de volatilidad e indexación de fondos de inversión).

Creemos que es razonable una preocupación ante un repunte “no controlado” de los precios y el miedo a que los bancos centrales tengan que subir tipos de interés antes de lo esperado. La preocupación es razonable porque no sería la primera vez que los bancos centrales fallan estrepitosamente generando un problema mayor que el que intentaban solucionar. Sin embargo, pensamos que es exagerado dado que no vemos un repunte fuerte de la inflación y entendemos que existen mecanismos monetarios para evitar un “descontrol”. Al menos por ahora. Creemos que es incluso sana una normalización de la inflación y de

los tipos de interés: es lo que se pretendía con el experimento monetario y es lo que se está

consiguiendo (aunque por ahora solo en EE. UU. ya que se estima una inflación del 2.4% a final de año frente al 2.2% que se esperaba antes; Europa 1.5% sin cambios). Por tanto, estimamos una inflación al alza, pero moderada y controlada.

Por otro lado, Trump primero amenaza con imponer aranceles sobre el acero y aluminio a todos los países a los que compran. Después, solo a los países que no son amigos... ¿y mañana? En lo que va de legislatura (algo más de un año) lleva 5 directores de comunicación. En los últimos 50 años la media de permanencia de un director de comunicación de la casa blanca es de 1.4 años, a él le duran 87 días. Esto sí genera incertidumbre: un presidente americano errático, sin equipo y gobernando por impulsos. Por suerte, el riesgo está controlado dado que la democracia americana limita la maniobrabilidad de su presidente. Además, entendemos que ni si quiera él quiere pasar a la historia por un “error fatal” y, por tanto, todo seguirá siendo un aquelarre sin consecuencias, que responde a una estrategia de negociación. Incluso parece que le puede tocar negociar la paz en Corea del Norte... *“Even a broken watch is certain to be right twice a day”*-Joseph Addison, 1711. The Spectator Magazine.

Pensamos que estas dos justificaciones de las caídas no son la causa principal. Un mercado bajista comienza porque las probabilidades de recesión se incrementan.

¿Qué dice la macro? Pues que no hay recesión a la vista o que la probabilidad es remota. La Confianza del Consumidor, Leading Indicators, Producción

¹ MSCI World, Stoxx600 Europe y S&P500

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

Industrial y Empleo apuntan a una aceleración de la economía americana. Por otro lado, la actividad industrial y de servicios (Manufacturing ISM o Non-Manufacturing ISM) están en niveles máximos. La estimación actual de crecimiento del PIB en EE. UU. es del 2.8% para 2018, cuando a principios de año era del 2.6%. Y en Europa creceremos, según el consenso, al 2.4% frente al 2.1% al inicio de año.

¿Qué dice la Micro? Pues que, en principio, tampoco hay recesión. En concreto, se espera un crecimiento de beneficios de las empresas S&P500 de 18.5% y 10.5% en 2018 y 2019 respectivamente (a principios de año se esperaba 14% y 10.1%). El comienzo de año se consolida como la mayor subida de estimaciones en el primer trimestre desde hace más de veinte años. En Europa las estimaciones de beneficios tanto para 2018 como para 2019 se mantienen o incrementan (9% y 8.5% respectivamente).

¿Y qué dice la renta fija? Es el mercado de mayor tamaño en el mundo y un buen indicador cuando existen dificultades o tensiones económicas/financieras. Pues aquí, aunque de manera menos contundente, tampoco parece que existan problemas que hagan ver una recesión.

Los indicadores interbancarios³ han repuntado algo, pero más por cuestiones técnicas derivadas de la reforma fiscal de EE. UU. que por problemas en la financiación interbancaria.

Las pendientes de las curvas europea y americana se "aplanan", pero están todavía alejadas del territorio que indicaría recesión. Este indicador apunta desde 2017 a un menor crecimiento.

La rentabilidad de la deuda de peor calidad crediticia (High Yield) tiende a subir en términos relativos al bono libre de riesgo cuando empiezan los "problemas". En los últimos 30 años la media de rentabilidad de la deuda High Yield en EE. UU. ha sido del 5.7% más que el Bono del Tesoro

americano a 5 años. Si hubiera problemas financieros/económicos las empresas empezarían a financiarse a mayores tipos de interés, por lo que la diferencia se haría mayor. Actualmente el High Yield paga un 2,4% más que el bono del tesoro americano a 5 años. Esto podría tener una explicación en el experimento monetario de los últimos años de la FED, que ha forzado a los inversores a comprar "cualquier cosa". Pero la clave es que trimestralmente desde 2015 (cuando EE. UU. ya había empezado con la retirada de estímulos) no ha parado de reducirse el diferencial desde niveles del 6.25%.

Y los tipos de interés de la deuda en EE. UU o Europa han subido, pero nada preocupante ni en términos relativos ni absolutos. En Estados Unidos el bono 10 años cierra el trimestre en 2.74%, y en Europa el 10 años alemán en 0.49%. La FED continúa con una lógica normalización de tipos de interés oficiales, en donde presumiblemente subirán dos o tres veces más este año. La clave es cuándo se confirma la posible subida de tipos en Europa. Por ahora parece algo lejano dado los niveles de inflación, crecimiento y empleo.

Por resumir, ni la macro, ni la micro, ni el mercado de renta fija apuntan a problemas importantes. Entonces, ¿qué sucede?

Desde nuestro punto de vista, la clave es el múltiplo que se está dispuesto a pagar. El temor a un repunte de la inflación que provoque una respuesta equivocada por parte de los bancos centrales, y la potencial guerra comercial (que estimamos se irá diluyendo) no afectaría tanto a los mercados de no ser por las ajustadas valoraciones. Esto, junto a la menor "visibilidad" por el incremento de la volatilidad, es lo que podría haber provocado el famoso *risk-off-mode* de los inversores; o lo que es lo mismo, "no lo tengo claro y vendo un poco de riesgo". Se espera un crecimiento económico bueno, inflación moderada por ahora y mayores

³ LIBOR – OIS Spread. El LIBOR (London Interbank Offered Rate) es el tipo al que se prestan los bancos entre sí a corto plazo y sin garantías. El OIS (Overnight Indexed Swap) es el tipo de interés fijo a pagar por recibir el tipo variable del banco central. En el segundo, el riesgo de crédito no existe porque se liquida por la diferencia de tipos de interés, frente al LIBOR en el que sí existe riesgo de crédito. La diferencia puede utilizarse como aproximación al riesgo de crédito de las entidades financieras. Los tipos han subido porque la reforma fiscal americana incentiva la venta de activos monetarios de corto plazo y fomenta que las compañías se financien localmente en lugar de a través de sus filiales en el extranjero.

beneficios de las empresas (*Goldilocks Economy*⁴), pero los inversores están dispuestos a pagar menos por ello.

Las valoraciones estaban ajustadas y la capacidad para sorprender positivamente era limitada. Pensamos que todavía no ha llegado el sobrecalentamiento económico o empresarial que nos haga replantear nuestra estrategia actual. **Mantenemos nuestras posiciones** y siempre con una visión patrimonial de largo plazo. Seguimos con una preferencia por la renta variable de Europa, Asia, Japón y Emergentes por valoraciones y momento de ciclo. En renta fija seguimos reduciendo riesgo de crédito y aceptando mayores niveles de duración en renta fija americana tras las caídas.

Así es como 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	Brusca desaceleración. Brusca subida tipos o spreads de crédito	↗
RV - Japón	↗	↗	Ruptura de rango multianual, aceleración de beneficios	--	
RV - Europa	↗	↗	Valoración atractiva y aceleración de beneficios	Euro demasiado alto	
RV - Emergentes	→	→	Entorno macro debe favorecer. Fuerte comportamiento reciente	USD demasiado fuerte	
RV - Asia ex Japón	→	→	China se estabiliza y riesgos se reducen	China sorprende al alza	
RF - Gobiernos	↓	→	Mejor visión sobre curva americana e incrementamos duración	--	↘
RF - Alta Calidad Crediticia	↓	↓	Inicio tendencia de subida de tipos	Trade reflacionario prematuro	
RF - High Yield	→	→	Diferenciales de crédito empiezan a ser estrechos	Subida brusca de yields	
RF - Convertibles	↗	↗	Volatilidad en mínimos y ganar exposición a RV lo hace atractivo	--	
RF - Emergentes	↑	↑	Diferenciales de rentabilidad atractivos	--	
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 gestion activa	↘
Liquidez y Equivalentes	↓	↓	--	Corrección de mercados	

Alberto y Pelayo.

⁴ La situación actual de crecimiento económico, sin excesiva inflación/deflación, se llama *Goldilocks Economy*, que define una economía que no está en extremos ni sobrecalentada ni en recesión: en el punto óptimo. El origen está en el cuento de *Goldilocks and The Three Little Bears* en donde Ricitos de Oro rechaza los platos de sopa, la silla o la cama de los osos que están en los extremos y que no son cómodos para ella.