

“A market is the combined behavior of thousands of people responding to information, misinformation and whim”

– Kenneth Chang –

Llevamos en mercados financieros un 2020 de *aúpa*; al primer trimestre de caídas récord (en cantidad y velocidad) le ha seguido otro trimestre de récord¹, en este caso de subidas. La velocidad de la caída y recuperación supone que hayamos pasado el proceso prácticamente a ciegas en cuanto a datos. Todo basado en estimaciones. Y todavía estamos tratando de dilucidar si *rebote* significa *recuperación*.



Comentábamos en nuestra última *newsletter* que, como consecuencia del virus y desde una complacencia en máximos, todo se precipitó en una carrera por encontrar liquidez sin importar nada más, en donde todos los activos cayeron indiscriminadamente. Se había creado un nuevo tipo de mercado bajista estilo cóctel *molotov* que lo tenía todo: shock externo (virus y crisis del petróleo), agotamiento del ciclo anterior y restricción monetaria incipiente. Al no haber precedentes provocaba la inseguridad de no tener dónde anclar las expectativas a partir de las cuales montar la estrategia de inversión. El gran problema era pasar de un riesgo de liquidez a uno de solvencia. Y en ese proceso, era fundamental la

respuesta de las instituciones creando, con política monetaria y fiscal, una red de seguridad creíble y un correcto funcionamiento de los mercados.

Sin embargo, ante lo que pensábamos que era una respuesta nunca vista y acertada por parte de las instituciones, el mercado parecía no tener fondo. Las valoraciones bajas parecían no ser un freno natural y existía consenso en el pánico.

Entendíamos que las instituciones habían respondido de forma tan contundente que el mercado tenía que, al menos en parte, hacer *backpedaling* del proceso de ansiedad en el que estaba inmerso porque en principio estimábamos una recesión corta y profunda.

Acabamos de terminar un trimestre de digestión, de ganar claridad y comprender que existen diferencias entre ayudas de un millón o un trillón. Hemos pasado de la venta indiscriminada a distinguir entre activos y poner en contexto, al menos en parte, tanto riesgos como beneficios. El mercado va encontrando anclajes a partir de los cuales montar la estrategia de inversión. En otras palabras, ver si realmente puede ser una recesión corta y profunda o, por el contrario, puede complicarse la recuperación y acabar como el rosario de la aurora².

Pues bien, poco a poco se confirman por un lado los números horribles de cuando empezó el confinamiento, pero por el otro, se entreven los primeros buenos datos, y mejor de lo estimado, durante junio. Es decir, se confirma que el daño económico y la velocidad a la que se ha producido es importante y no tiene precedentes, pero

¹ Durante el último trimestre la renta variable global subió un 18,8%, en EE. UU. un 20% y en Europa un 12,6% (MSCI World, S&P500 y Stoxx600 Europe respectivamente.). Por el lado de la renta fija subieron los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. un 9% y en Europa un 5,3%. Igualmente, el High Yield ganó en EE. UU. un 10,2% y en Europa 11,2%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos un 10,9% y los emergentes corporativos en dólares un 10,6% (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)

² <https://www.abc.es/historia/20141003/abc/rosario-aurora-acabo-farolazos-201409301407.html?ref=https://www.google.com>

igualmente se confirma que la capacidad de recuperación es mayor de lo esperado.

Por ejemplo, una muestra representativa son los datos de empleo de EE. UU. porque su mercado laboral es altamente flexible y una referencia de la situación de las personas. Durante abril se esperaba una pérdida de 22 millones de trabajos y finalmente se perdieron 20. Es un dato mejor de lo esperado, pero un drama igualmente. En mayo sin embargo se esperaba una pérdida adicional de 7,5 millones y finalmente se crearon 2,5. Y para junio se espera una creación de 3 millones. El neto es un impacto económico sin precedente, duro y severo, pero no tanto como inicialmente se temía. Recuperación rápida, pero aún sin normalizar.

O, por ejemplo, la actividad manufacturera en Europa a cierre de junio está por encima ya del inicio de 2020³ (no venía de un nivel especialmente alto, pero el efecto del confinamiento estaría recuperado).

Si tomamos en conjunto la velocidad del daño económico y social, la profundidad y la incertidumbre que rodea a la situación, las reacciones en el mercado son dispares y aparentemente tienen cabida tanto la visión positiva (los *permabulls*) como la negativa (los *permabears*). Hemos visto tres tipos de reacción de los inversores durante el trimestre:

- 1) "¡Espera! que ya verás como esto cae más y ahí compramos..."
- 2) "¡Compra, compra! porque los mercados al final siempre suben..."
- 3) "No compro más porque puede caer, pero no vendo porque es tarde. Me quedo como estoy..."

Al final de junio los del primer grupo siguen con las cejas levantadas tras "perderse" uno de los mayores *rallies* desde mínimos en la historia (47.5% de mínimo a máximo del S&P500 en 3 meses).

Los del segundo grupo comentan "ya te lo dije, siempre sube..." pero resulta que alguno invirtió en el Ibex 35 y le empiezan a temblar las canillas porque se empieza a desinflar y ha ganado la mitad que en otros índices. No, el mercado no siempre sube y creemos que no todo vale. Por ejemplo, los inversores que compraron en enero de 1990 en Japón, después de 30 años pierden un 40%.⁴

Y los del tercero, siempre indecisos, seguirán sin hacer nada. Y más que gestionar está situación, será la situación la que les gestione a ellos. Aunque por lo menos, y según los últimos datos, parece que no han vendido en mínimos como en otras crisis⁵.

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

– Kenneth Chang –

Desde nuestro punto de vista, hay que mantener una perspectiva alejada del sentimiento que domina el corto plazo y fijarse en los beneficios que son la clave en el largo plazo. Dentro de esa perspectiva, vemos que:

1. Las instituciones están consiguiendo generar un contexto de seguridad que ha permitido a los países y empresas parar y volver a arrancar el motor.
2. Hay países y sectores que saldrán cojos en la recuperación y, en contra de lo que estimábamos inicialmente,
3. La recuperación no será tan rápida como pensábamos.

Sobre la intervención de las instituciones, en principio parece que el mercado ha comprado la idea de que han sido capaces de crear la red de seguridad necesaria.

³ Markit Eurozone Manufacturing PMI a 30 de junio 2020 en 47.4 frente al inicio de año en 46.3

⁴ El Nikkei225 alcanzó su nivel máximo de cierre el 29 de diciembre de 1989 en 38.915 y ha cerró en junio 2020 a 21.995. Lo que supone una pérdida del 43% y del 19% teniendo en cuenta los dividendos.

⁵ <https://www.wsj.com/articles/markets-bombed-investors-carried-on-11593183598>

Decía recientemente Mario Draghi en una entrevista *"It is the proper role of the state to deploy its balance sheet to protect citizens and the economy against shocks that the private sector is not responsible for and cannot absorb..."*⁶. Desde nuestro punto de vista, es de lectura obligada porque muestra la justificación de la intervención de los próximos trimestres. Argumenta no sólo la justificación moral de las ayudas, sino la obligación de intervenir de las instituciones. Y anticipa un nuevo trasvase masivo de deuda privada al sector público.

Al margen de que estemos de acuerdo o no, es la línea de defensa elegida y el mercado compra la idea de que es creíble, casi ilimitada, sostenida en el tiempo y aunque con retrasos en la implementación, está acompañada de medidas fiscales globales.



THE SORCERER'S STIMULUS

En paralelo, estas ayudas van de la mano de preocupaciones por las consecuencias (no pretendidas) que esta intervención pública puede provocar. Como por ejemplo sostener empresas zombis o el riesgo de que se dispare la inflación.

Por un lado, los riesgos de inflación asoman en el largo plazo. La cantidad de ayudas y el hecho de que los mecanismos de transmisión monetaria funcionen (forma cursi de decir que los bancos ahora son la solución y no el problema), hace que se tema por un repunte de precios en el largo plazo.

Por otro, las instituciones otorgan a las compañías la presunción de inocencia o, mejor dicho, la presunción de eficiencia. Es decir, conceden ayudas ingentes sin importar la eficiencia de quien las recibe. A todas las compañías y profesionales les llega la ayuda y evitan la quiebra (las buenas y las malas). Por ejemplo, la recién rescatada Lufthansa⁷.

Pero creemos que hay que ir paso a paso: pensamos que ambas cuestiones son problemas a medio plazo. Por ahora tenemos deflación generalizada y la necesidad de salvar compañías como sea.

Y esto nos deja con el segundo punto: cómo salen las compañías y sectores de esta situación. Creemos que, desde una perspectiva crediticia y en el corto plazo, los riesgos de insolvencia generalizados se esfuman y parece que por ahora no quiebra nadie... menos el Cirque du Soleil. Muestra de ello son por ejemplo los CDS (seguros de impago de la deuda corporativa) que en el caso del high yield en Europa y EE. UU. se han reducido a la mitad desde final de marzo (de 700 puntos básicos a 400 y de 860 a 535 respectivamente). Pero una cosa es no quebrar y otra bien distinta es recuperar los niveles de beneficios anteriores a la pandemia. Aerolíneas, hoteles, restaurantes y *retailers* son sectores con un gran reto por delante.

Igualmente, pensamos que la lluvia de millones de las instituciones debería canalizarse hacia sectores capaces de absorber grandes cantidades de dinero y que, al mismo tiempo, supongan un impulso para la economía. Por ejemplo: sector energético, obra civil y sector del automóvil. Creemos que estos sectores tendrán un mayor apoyo en detrimento de otros que necesitan apretar los dientes para volver al punto anterior.

Otro ejemplo de sector clave y beneficiado son los bancos (y no descontado por el mercado). El BCE, en su determinación por hacer lo que sea necesario, acaba de aprobar un nuevo TLTRO⁸ mediante el cual provee de crédito a 3 años al -1% a los bancos

⁶ <https://www.ft.com/content/c6d2de3a-6ec5-11ea-89df-41bea055720b>

⁷ <https://www.nytimes.com/2020/05/25/business/lufthansa-bailout.html>

⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/ommo/tltro/html/index.en.html>

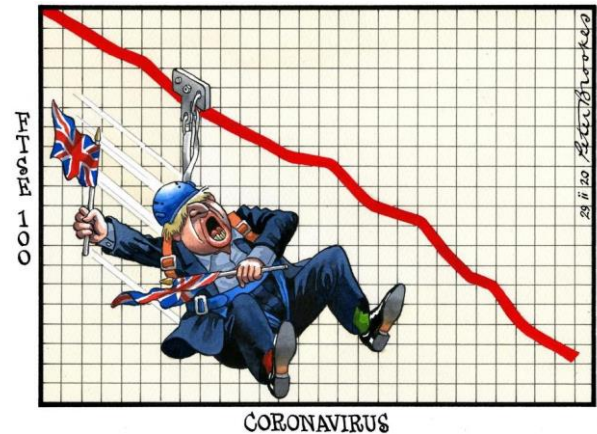
comerciales, mientras que el tipo de depósito se mantiene al -0.50%. Es decir, un banco comercial recibe financiación y deposita la misma cantidad en el BCE y gana un 0,5% de beneficio en vena, sin mover un dedo y libre de riesgo. En esta ocasión, parece que los bancos están dispuestos a prestar con el dinero que reciben, por lo que el neto de todo puede ser balances saneados, ampliación de negocio, soporte por la liquidez ilimitada del BCE y un menor riesgo por ser crédito avalado por gobiernos (es interesante el juego actual de sustituir créditos de un potencial moroso por crédito avalado por el estado). Todo tipo de facilidades para recuperar las compañías en forma, pero también en tiempo, porque es importante que lo hagan rápido para evitar que destruyamos crecimiento potencial de largo plazo⁹.

Esto nos deja finalmente con el tercer punto: la velocidad de salida a un menor ritmo de lo que esperábamos. Inicialmente hablábamos de recesión profunda y rápida bajo la premisa de un confinamiento de dos a tres meses, y otros tantos meses para la recuperación. Estamos viendo algo de retraso en estos números y, sobre todo, el riesgo de un rebrote del virus antes de lo previsto. Por ejemplo, China o EE. UU., en donde Arizona, Florida y Texas¹⁰ están teniendo rebrotes preocupantes que, aunque controlados por ahora y sin aceleración en el número de fallecidos, pueden marcar el ritmo del sentimiento de mercado.

Por un lado, entendemos que la capacidad y conocimiento para controlar un rebrote es mayor que antes: existe un mayor conocimiento y eficacia en tratamientos, mayor capacidad en términos de UCI/EPI y una población más o menos concienciada y haciendo uso de mascarillas y gel hidroalcohólico. Por otro, el riesgo de repunte, tanto ahora como en otoño, sin haber encontrado la vacuna hace que, dado el nivel de mercado actual y las valoraciones, adoptemos un posicionamiento ligeramente más conservador.

Sin olvidarnos de que todavía nos quedan algunos eventos, más allá del cansino virus, como las elecciones en EE. UU., la guerra comercial, el Brexit, etc.

Mientras tanto en el Reino Unido...



A pesar de tener ahora un posicionamiento algo más conservador, después de haber comprado en marzo y abril, seguimos manteniendo un sesgo de largo plazo positivo. Las ayudas monetarias y fiscales son de tal envergadura que, una vez estabilizado el virus (por inmunidad de grupo, por la cura o la vacuna), la capacidad de subida del mercado es importante. Y pensamos que esa subida debería favorecer sectores cíclicos, industriales, de materias primas e incluso, bancario frente a defensivos, tecnológicos y demás sectores sobrevalorados. Todo ello con presión al alza de la inflación.

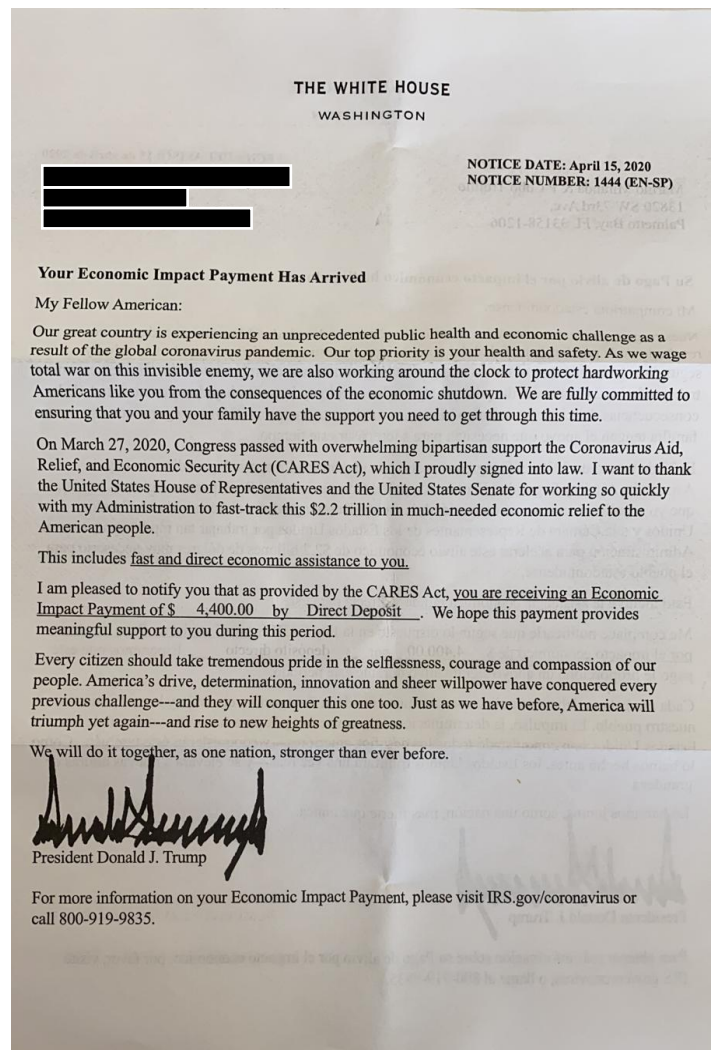
Insistimos una y otra vez en la necesidad de, hoy más que nunca, persistir en la inversión con un sentido patrimonial de largo plazo. Es lo que estamos aplicando a las estrategias tanto de inversión directa como a través de fondos de terceros.

⁹ https://en.wikipedia.org/wiki/Potential_output

¹⁰ <https://www.ft.com/content/98e611f5-2bd7-4 added-984f-045d14a525d7>

Antes de despedirnos queríamos explicar de manera más gráfica el concepto de las ayudas institucionales de las que tanto hablamos. Existe la dificultad de transmitir la importancia del tamaño y velocidad de estas ayudas. No es fácil verlo y se enfrentan lo difuso de medidas monetarias y fiscales que parecen lejanas o abstractas, con lo concreto de ver cerrar una empresa, el bar de la esquina o a gente perdiendo el trabajo. Es decir, la macro frente a la micro.

Pero las ayudas son reales y llegan a la gente. Por ejemplo, en EE. UU., con independencia del poder adquisitivo, cada trabajador ha recibido la siguiente carta (es una carta real que ha recibido un amigo):



Cómo lo vemos...

ACTIVOS	ANTERIOR (1-2 AÑOS)	VISIÓN ACTUAL (1-2 AÑOS)	COMENTARIO	RIESGOS DE LA POSICIÓN	VISIÓN ANTERIOR	VISIÓN ACTUAL
RV - USA	→	→	Tras abrupta subida, múltiples distorsionados por liquidez	Depresión de beneficios		
RV - Japón	↗	↗	Mercado atractivo en valoración, en especial tras el Coronavirus	Deflación sostenida		
RV - Europa	↗	↗	A pesar de la recuperación todavía valoraciones atractivas (cíclicos)	Fuerte revisión a la baja de estimados	↗	↗
RV - Emergentes	↗	↗	Mercado atractivo en contexto de recuperación cíclica	Depreciación divisas por riesgo de liquidez		
RV - Asia ex Japón	↑	↑	China a la cabeza de la recuperación tras Coronavirus	Recuperación de consumo lenta		
RF - Gobiernos	↓	↓	Tras buen comportamiento de curva USD y EUR aún menos valor	Depresión y único refugio		
RF - Alta Calidad Crediticia	↘	↘	Menor valor tras el reciente estrechamiento de diferenciales	Mejora adicional del crecimiento sin repunte de inflación		
RF - High Yield	→	→	Mantiene valor ciertos sectores a pesar del estrechamiento de dif.	Recesión económica más prolongada y aumento de fallidos	↘	↘
RF - Convertibles	→	→	Entorno más volátil y correlación con High Yield	--		
RF - Emergentes	↗	↗	Mejor comportamiento relativo creciente, en especial cíclicos	Depreciación de divisas locales por falta de crecimiento		
RF - TI Reales	↗	↑	Expectativas de inflación bajas con potencial de repunte a l/p	Riesgo de repunte extremo de escenario reflación/deflación		
IA - Infraestructura	↗	↗	Bajos tipos de interés favorecen proyectos	Sin concreción del plan infraestructuras USA		
IA - Inmobiliario	→	→	Valoraciones soportadas por expectativas de bajada de tipos	Entorno económico en rápido deterioro		
IA - Materias Primas	→	↗	Creciente atractivo por potencial repunte de la inflación	--	→	→
IA - Private Equity	↘	↘	Exceso de apalancamiento y problemas en inversión recientes	--		
IA - HF y Retorno Absoluto	↘	↘	Coste excesivo y valor cuestionable	El entorno favorece la gestión activa		
Liquidez y Equivalentes	↗	↗	Ante incrementos de volatilidad, compras adicionales	FOMO (Fear of missing out)	↗	↗

Alberto, Almudena y Pelayo.