

Decía Warren Buffet que cuando baja la marea se ve quién está desnudo. Pues bien, durante 2017 la marea estaba bien alta. La versión española sería *Ancha es Castilla* porque, se hiciera lo que se hiciera, todos los activos subían (menos el dólar). El año cierra con otro trimestre más en positivo, y se consolida un 2017 bueno para la inversión financiera.

El año ha estado marcado por la subida del euro (contra consenso), la consolidación del crecimiento global, la subida de renta variable en Emergentes y Asia ex-Japón (35% y 39% respectivamente), las negociaciones del Brexit, las elecciones en Alemania y Francia, el primer año de legislatura de Trump, la subida de tipos en EE. UU. y sí, ha estado marcado por la omnipresente situación de Cataluña.

Se confirma una recuperación sincronizada de las economías de los distintos países, con baja inflación y una política monetaria global todavía laxa. Los niveles de volatilidad acaban prácticamente en mínimos (VIX 11%) y con el índice de sorpresas económicas (*Citi Surprise Index Major Economies*) subiendo desde septiembre.

Y claro, la consolidación económica lleva adherida la inexorable subida de tipos y restricción monetaria. Si en la última década hemos visto a los bancos centrales experimentar monetariamente para salir de la crisis financiera global, ahora que estamos "recuperados" hay que ir quitando todos los estímulos. La clave está en la velocidad y la intensidad, y si los bancos centrales finalmente provocan una recesión... como las han provocado en el pasado. La otra cara de la moneda sería si la inflación repunta fuertemente y los bancos centrales se ven obligados a parar la economía. El proceso ya comenzó en 2016 y continúa: este año hemos visto subir tipos o restricciones monetarias en EE. UU., Reino Unido, China o Corea entre otros. Incluso el BCE, que extiende las compras de bonos (como era lógico, lo hace a un menor ritmo mensual: €30B frente a los €60B anteriores).

Al mismo tiempo, tanto el BCE como la FED suben estimaciones de crecimiento e inflación. Europa

crecerá al 2.3% en 2018 (antes 2.1%) y EE. UU. al 2.5% (antes 2.1%). Por el contrario, son menos optimistas con la inflación, estimando para 2018 el 1.4% para Europa y el 2% para EE. UU. Seguimos sin perder la esperanza en que la relación entre empleo e inflación vuelva a tener sentido, pero cada día cuesta más. Se supone que, a mayor empleo y salarios, mayor inflación; desde hace unos años esta relación es un brindis al sol.

En el ámbito político el balance es positivo y de mayor claridad o, al menos, más alentador que 2016:

En Alemania la coalición CDU/CSU y Liberal FDP/Verdes gana fuerza. En Francia sale elegido Macron y se consolida, al menos en términos de marketing, como líder reformista de la UE. En Japón Shinzo Abe ganó las elecciones basándose en la reforma de la constitución (redefinir la Defensa Propia tras los últimos incidentes con Corea del Norte) y en el mantenimiento de las políticas monetarias y fiscales. En Reino Unido y UE se avanza en las negociaciones sobre el Brexit acordando con mucho retraso una factura final de €50B. Ahora toca acordar un tratado comercial y buscar una solución a las fronteras (sobre todo la de Irlanda del Norte). En China se confirma la estabilización económica con un crecimiento del PIB del 6.8% y el índice Li Keqiang en torno a niveles de 10. Se empiezan a anteponer políticas de estabilidad a largo plazo frente al crecimiento de corto plazo (al menos de puertas afuera). Tras el congreso del partido comunista se prioriza la contención de los riesgos financieros, la innovación y el gasto en consumo. Y en EE. UU. finalmente se aprobó la reforma fiscal de Trump. Tras un primer año de mandato sin grandes logros y rodeado de escándalos políticos, familiares y rusos, supone un logro y una ligera mejora en los índices de popularidad.

Dicha reforma supone por un lado mayor caja disponible para invertir, incrementar salarios, repartir dividendos o repatriar caja del extranjero, pero por el otro lado un impacto en el crecimiento limitado y un déficit gubernamental que plantea serias dudas (\$1.5T en los próximos 10 años). En un

momento en el que se tiene que acordar de nuevo un techo de deuda. Al menos se gana claridad en política monetaria con la elección de Jerome Powell como sustituto de Janet Yellen en la Reserva Federal.

Muy importante ha sido el movimiento de la pendiente de la curva americana (10 años – 2 años) reduciéndose durante el último trimestre y confirmando una negativización que viene a lo largo de todo el año 2017 (desde 1.5% hasta 0.5%). No llega a estar en negativo, pero cierra en niveles preocupantes. ¿Está descontando una recesión?

El Euro se ha revalorizado frente al dólar en el último año un 14.1%, probablemente como consecuencia, entre otros factores, de una expectativa de restricción monetaria en la zona euro mayor de lo inicialmente esperado. Este factor, junto con el posible exceso de valoración del dólar el año anterior, han contribuido a que el tipo de cambio tienda a su nivel de equilibrio de largo plazo visto a través de la Paridad de Poder Adquisitivo que se sitúa en 1.16 aproximadamente.

Los beneficios empresariales en EE. UU. para 2018 y 2019 dan visibilidad y soporte a los principales índices. En concreto, a cierre de año se espera un beneficio por acción agregado del S&P 500 de \$150.1 para 2018 y de \$165.3 para 2019. Si se cumple, supondría tres años consecutivos de beneficios creciendo por encima del 10% (en concreto +12.6%, +14% y +10.1% para 2017, 2018 y 2019 respectivamente). ¿Sostenible?

Las altas valoraciones (PER actual de 20.3x; PER estimado a 12 meses de 18x; CAPE de 30x), la mencionada negativización de la curva 10-2 americana, la extrema baja volatilidad, el buen comportamiento de valores de baja calidad, el comienzo de políticas monetarias restrictivas, la elevada complacencia, etc., son todos factores que nos hacen estimar que nos acercamos al final del ciclo.

Todo ello nos hace pensar que, al igual que sucede con los políticos en España y Cataluña, la capacidad de sorprender positivamente es limitada.

Y precisamente en España la renta variable en el último trimestre ha estado marcada por la situación de Cataluña. Aún no se aprecian efectos económicos graves en la economía, pero se estima que la ralentización económica ha afectado al consumo y la inversión. ¿En qué cuantía?

Los principales riesgos para los mercados son un endurecimiento del crédito global más rápido y profundo de lo esperado, un repunte descontrolado de la inflación o un evento geopolítico no predecible (ejemplo Corea del Norte). Lo que acaba con un mercado alcista es una recesión, o un shock externo que termine provocando una recesión. A día de hoy, la probabilidad de recesión es baja.

Mantenemos una visión positiva sobre los activos de riesgo, vigilando las incertidumbres que poco a poco aparecen apuntando a un posible final de ciclo. Estimamos que en la segunda parte de 2018 iremos reduciendo gradualmente exposición a riesgos a través de: la selección de inversiones descorrelacionadas con los índices, reducción de renta variable, un menor peso en high yield e inversión en activos que ofrecen protección ante subida de tipos de interés.

Y no queríamos acabar sin mencionar algo sobre burbujas y cómo inevitablemente a alguien le acaban explotando en las manos. ¡Qué ridículas situaciones cuando uno da un paso atrás!

- Tulipanes en 1637. Se llegó a vender 1 tulipán por 6.000 florines, el equivalente a 25 cerdos o 60 toneladas de mantequilla.
- Mares del Sur en 1720. La compañía inglesa llegó a capitalizar £200 millones, el equivalente hoy a 4 trillones de dólares y la cotización de la acción pasó de £120 a £1.000. Una familia media tenía unos ingresos de £200 al año.
- El ferrocarril en Inglaterra en 1845. El gasto inglés en ferrocarril doblaba el gasto militar.
- Black Friday en 1929. En torno a 4.000 bancos quebraron en los siguientes 5 años y se aprobó la famosa *Glass-Steagall act* de 1933 que canceló Bill Clinton en 1999 y de la que se argumenta es una de las causas detrás de la crisis *Subprime* de 2008.

- Mercado inmobiliario de Japón en 1990. El palacio imperial de Tokio llegó a costar más que todo el mercado inmobiliario de California.
- Puntocom en 2000. El índice Nasdaq llegó a caer más de un 80%. AOL y Time Warner se fusionaron en una operación valorada en \$165B consiguiendo el honor de ostentar el título de "The worst merge ever". Ahora Time Warner capitaliza \$70B.
- Subprime en 2008. el 50% del sector financiero en países desarrollados estaba quebrado, alrededor de 30M de personas perdieron su empleo y el resto desgraciadamente lo tenemos fresco.
- ¿Bitcoin 2018? Por ahora las consecuencias son muy limitadas, hay aún un número reducido de inversores...

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 e impulso fiscal dan soporte por ahora	Brusca desaceleración económica	↗
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	↓	↓	Perjudicados por tendencia subida de tipos y retirada estímulos	--	↘
RF - Alta Calidad Crediticia	↓	↓	Inicio tendencia de subida de tipos	Trade reflacionario prematuro	
RF - High Yield	↗	→	Diferenciales de crédito empeizan 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	→	→	Atractivos en Europa. Yields bajos durante más tiempo	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. Descorrelacion difícil	El entorno favorece la gestion activa	↘
Liquidez y Equivalentes	↓	↓	--	Corrección de mercados	

Alberto y Pelayo