

Análisis Financiero Diciembre 2017

El año 2017 se ha caracterizado por una bajísima volatilidad en los mercados de acciones y de bonos que se han mantenido al alza durante todo el año, con tramos bajistas muy breves y de poca profundidad.

Si hace doce meses teníamos pocas categorías de activos cotizando con buen potencial de revalorización, lo terminamos con los mercados de acciones de la principal economía en unos múltiplos cercanos a los alcanzados en las principales burbujas de las últimas décadas.

Los beneficios empresariales - hablando también de EE.UU. - han crecido con fuerza desde la crisis de 2007, por lo que tienen más dificultad para sostener ese crecimiento con un nivel elevado sobre el que se proyectan ratios como el PER. Se generan en un entorno de actividad económica cercana al potencial de crecimiento, con un desempleo reducido y múltiples factores que han ayudado a potenciar el crecimiento como los bajos tipos de interés, déficits fiscales y niveles de confianza de consumidores y empresariales totalmente recuperados.

El crecimiento americano muestra ya agotamiento e indicadores como el crédito al consumo, en niveles máximos, y tasas de impago suficientemente elevadas como para frenar la concesión de crédito futuro. Observamos una lenta caída en las ventas del sector del automóvil o la retirada de compradores en algunas partes del sector inmobiliario. Pese a ello, las bolsas siguen en máximos.

Las economías europeas, de Japón o emergentes no están en una parte tan adelantada del ciclo, ni sus bolsas cotizan a ratios tan extremos, por lo que tienen aún recorrido al alza, pero siempre mediatizadas por el comportamiento del mercado de acciones americano.

Así pues, compraremos renta variable ex USA cuando afloje este mercado. Sólo si hay recortes sustanciales compraremos acciones americanas. Incluyendo la tecnología, naturalmente.

La renta fija empezó el año sobrevalorada, y lo termina en niveles poco atractivos.

Las incesantes inyecciones de los Bancos Centrales, relajados al ver que no hay inflación, junto con la vuelta a los mercados de millones de inversores privados,

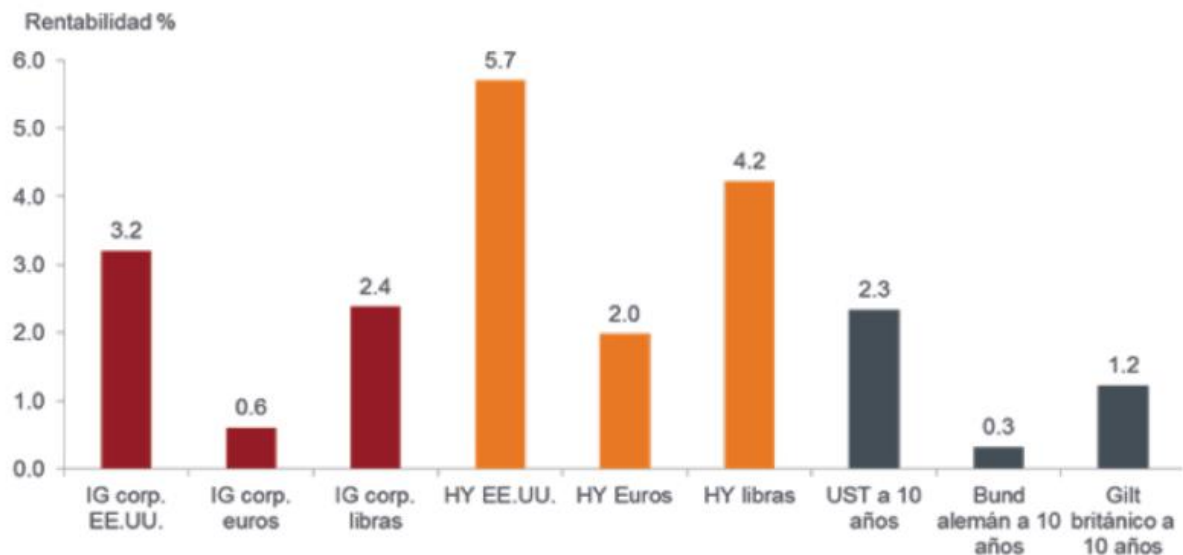
presionan los precios de los bonos a unas cotas que ofrecen una rentabilidad muy escasa e incluso negativa.

La tabla de abajo muestra los rendimientos las principales categorías de bonos.

Comprar una cesta de bonos de empresas europeas de alta calificación crediticia para recibir un 0,6% anual es no ganar, a poco que nos cueste el fondo, ETF o cuenta en la que se compre este activo.

En el caso de inversiones con más riesgo como el papel de empresas de baja calidad europeo o el de empresas o gobiernos emergentes, aceptar rentabilidades del 2% o del 3,5%, respectivamente (en euros) puede suponer pérdidas en caso de no estar demasiado lejos un periodo recesivo que dispare los impagos.

Gráfico 2: rentabilidades actuales en distintos mercados globales de renta fija



Fuente: Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Janus Henderson Investors, a 8 de noviembre de 2017.

Nota: "Yield to worst" para bonos corporativos; rentabilidades genéricas a 10 años para valores del Tesoro estadounidense, bunds alemanes y gilts británicos.

Es el papel emergente, el que sin duda ofrece más potencial y el primero a comprar cuando los precios recorten, así como los bonos de empresas de baja calidad crediticia americanas y globales (cualesquiera, salvo europeos); el papel subordinado bancario; o el ligado a proyectos inmobiliarios y empresariales, direct lending.

El año que ahora termina nos recordó la importancia de la **diversificación**.

Negocios de gran dimensión o empresas más pequeñas como Teva, Altice, Baker Hughes, General Electric, Capita, Carrefour, Duro Felguera, Inditex, Telefónica, Air Berlín, han experimentado fuertes correcciones o continuado con las de años anteriores, avisándonos de que no hay inversión cierta, segura o infalible. La cartera tiene que

contar con diferentes activos, que ninguno de ellos tenga un peso significativo, repartidos en diferentes sectores, países, tipos de negocios y si existe descorrelación entre ellos, mucho mejor.

El año 2017 sirvió también para profundizar en las causas del deterioro de ciertos negocios y hacer más visibles a otros. El uso de la red para buena parte de las compras y ocio de los ciudadanos y empresas; la aparición de empresas con negocios en la web que tras algunos años cuentan ya con la confianza de sus usuarios; y la entrega de datos y realización de pagos de forma habitual en las webs más populares; han multiplicado la **aparición de nuevos negocios y su entrada en la mayoría de los habituales.**

Los hoteles, los taxis, las empresas financieras, la distribución de paquetería, la alimentación o la venta retail y al por mayor, de casi cualquier bien o servicio, son objeto de negocio de estos nuevos competidores, que la mayoría de las veces ofrecen más valor a precios más bajos.

Las consecuencias son el cambio en los hábitos de compra y la pérdida de valor en negocios que, hasta hace poco, lideraban su sector y ya se ven obligados a realizar fuertes inversiones y/o a renunciar a los márgenes cobrados hasta ahora.

Negocios que vienen y que en algunos casos no aguantarán mucho tiempo, junto a unos pocos Amazon, Netflix, Cabify, Baidu, Yahoo, Ebay, Priceline.com, etc...

Por otro lado, **negocios cotizados o no en bolsa que, perjudicados por la irrupción de estos** competidores, encajarán un fuerte impacto, como poco, y pondrán en duda su continuidad. Debemos identificarlos, evitarlos y entender que sus bajos precios son una *trampa de valor* (*).

La tecnología, por lo tanto, cambia las formas de consumir e interactuar con las empresas, afecta al crecimiento y la inflación, y no sólo crea oportunidades de inversión en esos negocios, sino que deteriora los que han liderado hasta hace poco.

La **tercera** lección de este año ha sido la vuelta a escena de patrones olvidados por algún tiempo y muy bien identificados en las **burbujas** de 2000 y 2007.

La sobrevaloración de los activos; los múltiplos elevados que se justifican con un “esta vez es diferente” o “las cosas han cambiado y las valoraciones también”; los cuantiosos volúmenes de intercambio por el alto interés de los inversores (que se ven reflejados en la aparición en los medios de comunicación); y por último, la construcción de todo un modelo para justificar el mantenimiento e incluso la continuidad de estas tendencias en inversiones como la renta fija, buena parte de las tecnológicas, el sector inmobiliario de algunas regiones y sus titulaciones correspondientes, las criptodivisas y el ya en vías de desinflar sector salud; son algunas de las tentaciones con las que se ha debido ser muy cauto estos 365 días.

¿Qué esperamos de 2018?

Los Bancos Centrales son los principales actores en los mercados de capitales y, por lo tanto, en la economía real.

La confianza en ellos parece muy sólida. Únicamente su deseo de dejar de inyectar dinero podría generar turbulencias en los mercados, por falta de confianza en sus propias capacidades, ya que las economías van tomando tracción.

No debemos pensar que EE.UU. terminó una larga etapa de intervención y que su economía fue capaz de seguir creciendo, ya que no es así. La FED dejó de inyectar dinero y, posteriormente, inició las subidas de tipos en un mundo en el que **otros bancos centrales** inyectaban más de 200 mil millones de dólares al mes. Ese dinero hacía que los capitales privados desplazaran sus inversiones a activos que ofrecían cierta rentabilidad y que, además, eran razonablemente solventes (bonos, acciones e inmuebles americanos, entre otros), por lo que EE.UU. pudo retirar sus estímulos en el mejor de los entornos.

Sólo así se puede explicar que pese a anunciar y acometer subidas de tipos en EE.UU., seguir creciendo con fuerza su economía y reducirse a niveles record el desempleo, los bonos de mayor duración ofrezcan rentabilidades muy bajas.

En consecuencia, habrá que observar los efectos en los bonos, acciones y divisas con la retirada, uno tras otro, de los Bancos Centrales que ahora imprimen dinero.

Valoraciones que ofrecen poco potencial en el futuro y una lenta salida de las políticas expansivas de los bancos centrales, obligan a ser selectivos en los activos a comprar y el precio a pagar.

Las políticas económicas de la administración Trump se adentran en el proteccionismo y en deshacer cualquier acuerdo que el país mantuviera y, con visión cortoplacista, pudiera parecer perjudicial para él. De momento, el riesgo de respuestas similares en otras economías es reducido.

La euforia en los mercados se mezcla con el reconocimiento de unas tasas de crecimiento lejanas a las del año 2000, 2004 o 2007 (superiores al 4%) para conformarse con un 2,7% en el año que hemos cerrado. La complacencia de los inversores cohabita con los temores a la retirada de estímulos o a la llegada de inflación.

No es necesario que uno u otro se presenten para que las tomas de beneficios habituales, ofrezcan oportunidades de comprar a precios más bajos.

Tenemos que ir al periodo 1990 – 2000 para encontrar revalorizaciones como las vividas por la bolsa americana en los últimos 9 años. En periodos anteriores, como al terminar la segunda guerra mundial, las bolsas multiplicaron por cinco en 20 años. Eso sí, tras casi 50 sin ofrecer retorno.

En diciembre vendimos una posición en preferentes de BBVA de tipo flotante ya que el mercado ha devuelto la confianza al papel bancario y descuenta tipos de interés más altos en el futuro.

Compramos bonos de Greenalia a 5 años con un cupón del 6,5%. La empresa crecerá en el negocio de la biomasa y cuenta con un proyecto de gran dimensión.

Cajamar que es la mayor caja rural de España y continúa con su saneamiento con la venta de inmuebles adjudicados y buscando capital para cumplir con los requisitos de los reguladores bancarios. Hemos comprado papel preferente cupón 7,75% con la call en julio de 2022. Tras la call, pagará el mid swap 5 años más 7,591%.

Mantenemos la apuesta por el mercado de acciones español que ha retrocedido por los temores secesionistas.

Les deseamos un 2018 lleno de oportunidades de inversión y agradecemos su confianza.

Javier Martín Carretero

Director del Comité de Inversión

URSUS-3 Capital, A.V.

(*) Los inversores de valor llaman trampas de valor a compañías que cotizan con ratios muy atractivos pero que en realidad tienen modelos de negocio que no volverán a ser tan rentables como en el pasado. Parecen, eternamente baratas.