


## Informe marzo 2018

No es que Europa y otras áreas económicas hayan perdido súbitamente su influencia en los mercados de capitales mundiales o la capacidad de generar beneficios y por lo tanto, revalorizaciones futuras en sus bolsas.

Es lo que podría pensarse al observar el pésimo comportamiento de estas plazas en el último mes, trimestre, año...

Nombre ÷	Mensual ÷	Anual ÷	1 año ÷	3 años ÷
 S&P 500	-3,99%	-3,36%	9,54%	25,01%
 Nasdaq	-4,93%	-0,05%	17,05%	41,19%
 Russell 2000 NR	-1,87%	-1,91%	10,73%	23,31%
 iShares MSCI Canada	-0,95%	-8,16%	1,64%	-1,48%
 Euro Stoxx 50	1,11%	-4,07%	-3,21%	-9,52%
 STOXX 600	1,04%	-4,70%	-2,22%	-6,77%
 IBEX 35	0,73%	-4,42%	-7,02%	-17,48%
 DAX	1,54%	-6,35%	-1,31%	1,08%
 FTSE MIB	2,28%	2,55%	10,71%	-3,85%
 SMI	1,30%	-6,83%	1,24%	-4,27%
 Nikkei 225	0,98%	-6,05%	12,67%	10,05%
 iShares European Property.	4,63%	-3,26%	7,19%	4,50%
 Vanguard REIT	1,73%	-10,03%	-9,86%	-11,99%
 iShares MSCI Emerging Mark.	-1,58%	0,53%	19,59%	14,86%
 iShares MSCI Brazil Capped.	-2,74%	9,64%	17,02%	33,42%
 iShares MSCI India	-1,80%	-6,18%	6,35%	4,12%
 iShares China Large-Cap	-2,22%	0,09%	19,34%	1,20%
 iShares MSCI All Country A.	-1,07%	-0,26%	20,00%	16,51%
 iShares MSCI Turkey	-6,08%	-4,05%	16,29%	-11,82%

Lo que ha sucedido, más bien, es que el mercado americano ha ofrecido lo que había en menor medida en el resto de plazas; **empresas en negocios crecientes y revalorizaciones bursátiles.**

De esta manera, la especulación mundial se ha ido desplazando a los activos cotizados americanos. Las empresas tecnológicas FAANG (Facebook, Apple, Amazon Netflix y Google) y también otras muchas que no lo son, como Tesla, Boeing, United Health, Visa, Caterpillar, JP Morgan, McDonald's, Northrop Grumman, CBOE Holdings, Mastercard, Raytheon, E-Trade... todas ellas con revalorización superior al 100%, sólo en los últimos tres años, captaron el interés de los inversores en detrimento de sus valores locales.

Cabe preguntarnos si esta situación puede tener continuidad, si es sostenible, y en caso de no serlo, si los recortes que hemos observado los primeros días de febrero y los últimos de marzo son la antesala de una corrección significativa.

El sector es optimista, al menos de puertas para fuera. No es fácil colocar producto si no transmites optimismo y expectativas de revalorización. Sin embargo, la mayoría de los departamentos de estrategia de gestoras y bancos de inversión encuentran difícil justificar las valoraciones de las acciones americanas y - al menos lateralmente en sus informes - hacen una relación de los riesgos existentes.

Se suma además que las dos últimas burbujas lo fueron porque las economías crecieron durante varios años a **ritmos insostenibles** (elevando las bolsas más y más) hasta que el círculo virtuoso se rompió.

Nos referimos a que, tanto la burbuja tecnológica del 2000 como la inmobiliaria de 2007, parten de unas economías que crecían con mucha fuerza a base de revalorizaciones en los inmuebles y en las bolsas, con un aumento meteórico del crédito (para consumir, para comprar inmuebles y para invertir en activos financieros). Había también importantes incrementos en la recaudación - que permitían a los estados gastar más - y en las cuentas de resultados de las empresas, dando una percepción de que no cotizaban tan caras pero, basándose en unas dinámicas que terminaría por desaparecer.

Cuando ya se habían comprado todos los inmuebles del mundo y se concedieron créditos para todo, irrumpió el colapso en la economía y en las bolsas.

Pero ahora el crecimiento no es tan elevado como antes, ni el crédito está disparado, (algo sí en EE.UU., principalmente), ni los inmuebles se cambian de manos dejando ganancias a todos los participantes. A diferencia de las dos burbujas anteriores, esta es financiera.

Es similar a la burbuja del 87. Podemos esperar que cuando corrija no afecte al crecimiento de las principales economías mundiales que, tras un primer shock, podrían seguir creciendo los años siguientes.

Ocurrió hace treinta años. Los múltiplos de valoración del S&P500 se habían doblado en poco más de cinco años (pasaron en aquella ocasión de un PER 10, a PER 20) que en unas pocas sesiones retrocedió un 30% (hasta PER 14).

Los recortes de marzo en los mercados de acciones se han trasladado, como cabía esperar, a la cotización de los bonos. En parte por la evidencia del fin de las políticas monetarias expansivas y, en parte, por las turbulencias, que hacen pensar a los inversores que no debe

de ser muy “seguro” tener, por ejemplo, una cesta de papel de **baja calidad crediticia europeo** con una rentabilidad estimada para los próximos años del 4% - por lo que aparecieron las ventas, bajan los precios y suben las tires -.

Contrariamente a lo que está sucediendo con el papel de gobiernos que, como casi siempre e incluso cuando paga poco o negativo, los inversores lo compran cuando empiezan los temblores, haciendo subir aún más su precio y reduciendo la rentabilidad que ofrecen.

Absurdamente, los inversores se sienten seguros comprando un papel a 10 años con TIR 0,5%. Dicho papel puede perder un 7% a poco que suban los tipos. Algo que requeriría de 14 años de cupón para recuperar.

Lo cierto es que algunos inversores están presionados para tener *en todo momento* activos que ofrezcan rentabilidad. Saben perfectamente qué, si compran esos bonos que pagan el 0,5% de cupón y los mercados de acciones tienen una fuerte caída, estos activos podrían hacerles ganar un 5% - 7%. De la misma forma que saben que lo perderían si esa caída en bolsa no se produce y repuntan las tires.

Abajo tenemos una muestra de la **rentabilidad** que pagan diferentes tipos de bonos (fondo en amarillo) para distintas **duraciones** (fondo en azul) y una variedad de **calificaciones crediticias** (fondo en morado).

ETF		Rating	Yield	Duración	Mes	YtD	1 Yr
Bonos Gobierno Europeos Corto Plazo	EUR	A-	-0,36	1,94	+0,04%	-0,07%	-0,25%
Bonos Gobierno Europeos Largo Plazo	EUR	BBB+	1,42	12,43	+1,11%	+0,90%	+5,27%
Bonos Gobierno Europeos Bajo Rating	EUR	BBB	1,39	9,32	+0,80%	+0,95%	+4,13%
Monetario Bonos Gobiernos Europa	EUR	BBB+	-0,55	0,25	-0,03%	-0,16%	-0,75%
Bonos Emergentes Global	USD	BB-	5,22	12,29	-0,13%	-3,17%	+1,68%
Bonos Gobierno Americano Corto Plazo	USD	AAA	2,33	1,91	+0,05%	-0,32%	-0,15%
Bonos Gobierno Americano Largo Plazo	USD	AAA	2,85	8,45	+0,30%	-2,78%	-0,37%
Bonos Empresas Euro Calidad Med-Baja	EUR	BBB	1,42	6,71	-0,17%	-0,75%	+2,34%
Bonos Empresas Euro Calidad Baja	EUR	B+	3,36	2,88	+0,05%	-0,95%	+3,28%

Las rentabilidades, como vemos, son muy bajas. Sólo el papel emergente o de High Yield paga más del cinco por ciento y es principalmente en emisiones en dólares y plazos bien largos.

Este panorama es muy positivo para las empresas, especialmente para las cotizadas y las que tienen acceso a los mercados de capitales, que ven reducidos enormemente sus costes financieros.

Sólo un entorno de debilidad en la renta variable podría hacer repuntar la rentabilidad de bonos emergentes y corporativos de baja calidad crediticia que puntualmente, podrían comprarse con buenas tises.

El resto de bonos es previsible que durante años tengan poco interés, mientras que el bono del gobierno alemán a 10 años pague un 0,5% o el papel corporativo europeo de calidad pague poco más del 1% en duraciones similares.

La economía americana ha crecido durante años - ayudada por numerosos estímulos fiscales y monetarios - para terminar con las rebajas de impuestos; incentivos para repatriar ganancias mantenidas hasta ahora en el extranjero y la promesa de un gran plan de infraestructuras.

A ello hay que sumar el hecho de que las numerosas políticas cuantitativas realizadas desde **otras áreas económicas**, de alguna manera, terminaban llegando a los mercados de capitales americanos.

El beneficio por acción del S&P500 está un 30% por encima de los máximos de 2006 - 2007. Sobre esos niveles tan elevados, se proyecta el actual PER de 19 veces.

Valoraciones altas; record de endeudamiento para la compra de inversiones financieras; la llegada en los últimos trimestres de multitud de inversores retail; y una psicología muy optimista en cuanto a las bolsas, hace pensar que nos encontramos en un techo de mercado que ya ha pinchado, ligeramente en dos ocasiones y podría estar mandando señales de salida.

Además, algunos indicadores alertan de la salud y capacidad para seguir creciendo de la economía americana. Nos referimos al crédito al consumo (en máximos históricos) y los niveles de impagados que ya se están produciendo.

En EE.UU. el consumo es una parte muy significativa del PIB y todo indica que el impulso que el crédito proporcionaba a esta variable, frenará por unos trimestres.

Menor consumo, peleas comerciales, tensión con Corea del Norte, Rusia o Siria, pinchazo en alguna tecnológica o cualquier otra excusa, además del temor a inflación o a subidas de tipos de interés, pueden provocar correcciones en las bolsas que lleven las expectativas a niveles más razonables y pongan precios con verdadero potencial.

Invertir en bolsa hoy es esperar que se mantenga una estabilidad que ha necesitado numerosos estímulos, algunos de ellos difícilmente repetibles (como las bajadas de impuestos).

Las valoraciones en los mercados de acciones de Europa y muchas áreas emergentes son muy razonables y además cuentan con tasas de crecimiento y perspectivas a medio y largo plazo, muy positivas.

Es, por lo tanto, el temor a recortes en las bolsas americanas, lo que nos debe mantener alerta.

Se creará una importante oportunidad de compra cuando haya recortes en el mercado americano que sin duda, se producirán también en el resto de bolsas.

Madrid 11 de abril de 2018

*Javier Martín Carretero*

*Director Comité de Inversión.*

*URSUS-3 Capital, A.V.*

*[jmartin@ursus-3capital.com](mailto:jmartin@ursus-3capital.com)*

*[www.ursus-3capital.com](http://www.ursus-3capital.com)*