

Tras un 2017 con la menor volatilidad en los mercados de los últimos 50 años, el año que ahora termina hemos vuelto a sentirla en repetidas ocasiones.

En febrero y marzo los mercados temblaron de la mano de la tecnología, en mayo por cortesía de la política italiana, en agosto y septiembre por la retirada de los inversores de Turquía, Brasil, India y China, entre otros. Llegado octubre, de nuevo por las acciones tecnológicas americanas que en algunos casos bajaron un 30% y más, desde sus máximos.

Los distintos episodios de la Guerra Comercial, los desatinos del Brexit, la ralentización de las tasas de crecimiento mundial y el temor a terminar un periodo de tipos ultra bajos, asociados a niveles de deuda en máximos históricos, hicieron pensar que la desaceleración terminaría en recesión y que esta podría ser ruidosa, por el elevado endeudamiento.

Como consecuencia de ello, unos mercados de acciones y bonos acostumbrados a conjugar (en tono positivo) el crecimiento simultaneo en todas las áreas económicas del planeta, la ausencia de inflación que garantizaba tipos bajos o muy bajos por tiempo todavía y el mejor tono económico y de los beneficios empresariales, como argumentos para seguir subiendo las bolsas, en los primeros días de febrero, recibe la señal clara de un techo de mercado.

Los inversores habían llevado al máximo su optimismo en cuanto al crecimiento futuro de los negocios relacionados con la tecnología, aceptado rentabilidades enanas en papeles de calidad baja y duraciones altas, a la vez que compraban bonos con mejor rating que no ofrecían rendimiento o era negativo.

El mercado empezó en año emborrachado de optimismo y le costó ver la burbuja del mercado de acciones americano y de los bonos a nivel global.

Son incompatibles las altas valoraciones de las bolsas americanas con la evidencia del paso a una etapa con tipos algo más altos y algo más de inflación que la vista en la última década.

Es incompatible también con una economía americana que creció de forma vigorosa gracias a estímulos **difícilmente repetibles** como las bajadas de impuestos, las políticas de crecimiento a costa del déficit, los tipos de interés cero en medio mundo (de los que se beneficia EE.UU. como el que más), y el viento de cola que genera el efecto riqueza de las bolsas o de burbujas como las cripto monedas (no hay mejor indicador de complacencia) que de la noche a la mañana crean un billón de dólares y que por cierto, ya se ha consumido al 90%.

A estas alturas las valoraciones ya son atractivas en muchas plazas financieras. Los episodios turbulentos por las crisis en los países emergentes, la guerra comercial, Italia y la llegada del nuevo gobierno, el Brexit, nuestra inestabilidad política, etc, que tan poco

afectaron a las bolsas americanas, si tuvieron su efecto en el resto de plazas financieras (Europa, emergentes, sectoriales, divisas, materias primas).

Ahora ya parece que la debilidad se ha instalado en las bolsas americanas que podrían ceder una buena parte de lo ganado en los últimos años, de buena gestión económica pero también, de euforia en las expectativas futuras.

De ser así unos y otros mercados seguirán recibiendo órdenes de venta de inversores que saltan de activos que caen abruptamente, a la espera de que las enormes cantidades de dinero en liquidez de inversores prudentes, consideren que esta burbuja ya se ha desinflado lo suficiente.

Identificar los niveles a los que ha de recortar y los plazos en que ocurrirán, es tarea complicada pero sí que sabemos que a la vista de lo mucho que han subido las acciones en EE.UU., no está tras un recorte del 10%, sino mayor, y que tendrá que venir acompañado de toda una percepción psicológica de negatividad en la comunidad financiera, al igual que se creó, hasta hace unos meses, en positivo, para dar cuerpo a la etapa de sobre valoración que ahora termina.

En la renta fija, los Bancos Centrales han actuado con mano de hierro y en ausencia de inflación (que se mantendrá baja mientras las empresas con negocios “disruptivos” sigan gastando dinero para hacerse con cuota de mercado, en sus respectivos negocios y bajando precios como política comercial), los tipos de interés se mantendrán más bajos que en los últimos 20 años.

Solamente tras episodios de estrés, encontraremos valor en algunas categorías de bonos (renta fija de baja calidad, papel emergente, subordinado, perpetuo o de larga duración, etc), en otros activos como los bonos de gobiernos, tardaremos muchos años en verlos con deseo, excepto regalos como los bonos italianos que pensamos volverán a sentir las dudas de los mercados pero que, al menos en esta década, no hará impagados y son una buena inversión.

En los próximos meses podemos asistir al desinflen de las bolsas del país de Trump lo que creará una oportunidad de compra en renta variable de las que sólo se ve, cada cinco o diez años.

Podremos comprar activos de alta calidad a precios muy adecuados y además en un entorno de ciclo económico en el que queda mucho recorrido por delante, a excepción del americano que tendrá que conformarse con extender su ciclo, pero ahora ya a tasas más cercanas a 1% que al 3% actual.

La guerra comercial podría contribuir a un mayor crecimiento del comercio mundial en el futuro al poner en evidencia las rigideces, arbitrariedades, manipulación o proteccionismo de China, Europa, los países emergentes o la propia economía americana.

El Brexit tendrá que ejecutarse y el Reino Unido redefinir su posición en el mundo, ahora con otro estatus con Europa. En el pasado, siempre supieron lo que había que hacer y lo realizaron con éxito. Su economía, moneda y sector inmobiliario, volverán a los máximos del último ciclo, cuando sus políticos se atrevan a afrontar esta nueva etapa.

Italia y buena parte de Europa está repleta de populismos con una población insatisfecha con los políticos que les dirigen y el retroceso económico que han padecido en la última década.

Ahora más que nunca, se han de poner en marcha políticas promotoras de crecimiento económico y empleo, para devolver la confianza de los ciudadanos en gobiernos que apuesten por la democracia, el capitalismo, la solidaridad entre las regiones y los países de la UE, y lo adecuado de seguir con el proyecto de una Europa unida.

El fin de las políticas monetarias expansivas es la mejor excusa para potenciar políticas fiscales también expansivas que favorezcan la inversión privada creadora de empleo y devuelvan la confianza de los consumidores al tiempo que se normaliza la retribución de los capitales.

El futuro nos traerá numerosas oportunidades de inversión puesto que una creciente población y con deseos de mejorar, impulsará la riqueza mundial.

Los cambios en el sector energético y la atención al medio ambiente, son una tendencia imparable. La energía está llamada a ser una fuente adicional de deflación en el futuro, pero por el momento la revolución viene por la sustitución de los combustibles contaminantes. Los menores costes energéticos se hacen esperar.

Las nuevas formas de comprar y contratar los bienes y servicios, están desmontando los liderazgos en todos y cada uno de los sectores. Este proceso seguirá y será trascendental en la selección de compañías en las que invertir y en las que dejar de hacerlo.

Por el momento del ciclo, parece más oportuna la inversión en empresas pequeñas y medianas que en las de mayor tamaño. Asia, pensamos que seguirá siendo el área de crecimiento por excelencia y las tecnologías, salud y ocio serán sectores en los que seguirán creciendo las inversiones y los beneficios.

No hay que olvidar que los mejores momentos para invertir suelen venir acompañados de un entorno de cierta o mucha negatividad, como el que ya estamos navegando y que podría ser óptimo si se desinflase en mercado de acciones americano.

Madrid 14 de diciembre de 2018

**Javier Martín Carretero**  
**Director Comité de Inversión**  
**URSUS-3 Capital, A.V.**