

Informe de Mercado junio 2019

Medir las expectativas de rentabilidad de los activos financieros puede ser difícil cuando las economías son cada vez más globales, los capitales lo tienen más fácil para moverse y los cambios tecnológicos van a la velocidad de la luz. Si además tenemos que introducir un filtro para incluir los **efectos de las políticas de los Bancos Centrales**, la tarea es un poco más compleja.

La percepción de los inversores sabemos que es muy cambiante y que los precios son capaces de justificar justo lo contrario de lo que se aseveraba apenas unas fechas atrás.

No es muy frecuente que la comunidad financiera cambie de opinión radicalmente varias veces en tan solo 9 meses. En septiembre de 2018 el consenso era optimista con los mercados y el crecimiento económico, en diciembre de ese mismo año se daba por hecho una fuerte desaceleración y se temía una recesión casi mundial. Hasta mayo de 2019, la “certeza” de los mercados es que la recesión no será este año y ya veremos si el siguiente. **Los precios de los activos cambian las expectativas de los agentes**, pero sigue siendo la ortodoxia financiera la que pone precio, más pronto que tarde.

Cabe pues preguntarnos, si las **valoraciones son atractivas o no** y si el **entorno macroeconómico** mejorará o empeorará en los próximos trimestres.

Veamos si hay oportunidades de inversión en los activos de renta fija.

Los bonos de **empresas americanas con calificación crediticia elevada** (categoría de inversión) pagan casi tan poco, como cuando en el pasado atravesamos los episodios más duros de los últimos diez años de crisis financiera.

Los precios son muy elevados, tal y como vemos en la cesta de bonos de la ETF seleccionada y por lo tanto las rentabilidades, muy bajas.

Esta cesta de bonos con una duración de 8,66 años paga una rentabilidad del 3,56% **en dólares**, naturalmente.

Si cubrimos la divisa, la rentabilidad queda en el entorno del 1%.

A la vista de los datos, no hay oportunidades de inversión en renta fija de empresas (no sólo en las americanas, también en las europeas, y globales) con rating elevado (IG). Están caros estos bonos.

ETF de Bonos Empresas Americanas con Calificación Crediticia Elevada (Investment Grade).



La **renta fija emergente** cayó también con fuerza a finales de 2018 y ha rebotado hasta niveles no tan altos como los alcanzados en el caso anterior, tratando de decirnos, tal vez, que a pesar de las entradas de dinero masivas y complacencia muy alta, se constata un deterioro en las expectativas de crecimiento de buena parte de los países emergentes. La cesta de bonos que configura esta ETF de bonos emitidos en dólares por países emergentes, tiene una duración de 9,17 años y una rentabilidad anualizada del 5,19%. Una vez cubierto el dólar la rentabilidad baja del 3%. Es una rentabilidad muy escasa para el tipo de activo comprado y tan larga duración. Los bonos emergentes tampoco ofrecen potencial de rentabilidad.

ETF de Bonos emitidos en dólares por países emergentes.



Tal vez el papel subordinado de bancos europeos que tantos problemas tienen para ser rentables, por los elevados requerimientos de capital, por el raquítico crecimiento de la eurozona (morosidad) y por los tipos negativos que castigan el capital puesto en manos de BCE y que deja el tipo efectivo de sus créditos poco por encima de cero% (en especial los hipotecarios), tal vez este papel pague algo de rentabilidad.

El gráfico de abajo, nos permite ver la evolución del papel subordinado de bancos europeos con, la espectacular complacencia con que terminó 2017 en que los bonos pagaron su cupón y se revalorizaron en el entorno del 4% adicional, el año 2018 en que los precios retrocedieron por encima del 12% (perdieron el cupón pagado y un 8% de su precio) y la fuerte recuperación de 2019 con las renovadas expectativas de tipos muy

bajos por mucho tiempo y seguramente con QE del Banco Central Europeo en poco meses.

No parecen tampoco estar débiles estos bonos, como si lo están las acciones de bancos.



Vimos que **la volatilidad** que marcó mínimos de 50 años en 2017, ha vuelto y permite oportunidades a los inversores más activos.

En la renta fija no hay un escenario buy and hold atractivo pero sí que **se generan con cierta frecuencia, puntas de volatilidad que permiten comprar con Tires razonablemente atractivas.**

Este es un entorno de tipos muy bajos por lo que comprar bonos requiere hacerlo en momentos en que los mercados duden (por la macro, por las cuentas de resultados, por la geopolítica o los caprichos de Trump) y los precios hayan caído con fuerza.

Diciembre de 2018 es la prueba de que la volatilidad ha vuelto y que hay que ser paciente y esperar con abundante liquidez a los buenos precios.

¿Cómo están las bolsas?

¿Caras?

Centramos la atención en el mercado de acciones americano ya que marcará casi con toda seguridad la tendencia del resto de bolsas.

Sabemos que allí las valoraciones y ratios son elevados, exigentes. Es razonable, su economía e influencia política, crece y se ha recuperado como ninguna otra de la crisis financiera e hipotecaria de 2007.

La clave tal vez sea que esa economía, previsiblemente, no seguirá creciendo a los ritmos tan elevados de trimestres anteriores e incluso sufran la distorsión que ya notamos en otras áreas, por los enfrentamientos comerciales.

Cabe esperar que ese menor crecimiento vaya a ofrecernos momentos de entrada en niveles más bajos, como los vistos en diciembre de 2018.

Otros mercados como los de acciones europeas o emergentes no están tan caros, pero se vendrán abajo igualmente, si hay recortes en las bolsas norteamericanas.

La economía americana tiene aspecto de estar en un fin de ciclo que se caracteriza por haber tenido un buen número de años de crecimiento razonablemente alto, con mejora en los beneficios empresariales y una abundante expansión de crédito que ahora da señales de impagos y se incrementarán cuando la economía frene un poco más.

En un fin de ciclo se puede obtener rentabilidad, en el mejor de los casos, comprando acciones tras correcciones razonables, ya que es muy posible que estos máximos no se superen tal vez en tres o más años. Eso nos muestra la historia.

La volatilidad ha vuelto y las oportunidades aparecen en cuestión de semanas.

Los principales valores tecnológicos chinos subirían entre un 30% y un 80% si vuelven a máximos, cosa que en el medio plazo, parece razonable.

No en este momento en que las acusaciones, amenazas, prohibiciones y aranceles aturden a los inversores.

En Europa el bajo crecimiento es una losa para compañías grandes y medianas que dedican sus esfuerzos a desapalancarse (devolver deudas) o a digitalizarse o a reducir sus estructuras (la banca) o a otros muchos frentes que le impiden mantener su liderazgo y cuota de mercado.

Los buenos selectores de empresas pequeñas y medianas europeas pueden seguir viendo como hay otras compañías centradas en crecer, con acceso a crédito a precios nunca vistos y con modelos de negocio más flexibles que si que mejoran trimestre a trimestre sus ventas, márgenes y beneficios.

En la renta fija, los bonos cuya cotización está ligada a las expectativas de tipos de interés futuros, están por los suelos.

Ahora el mercado cotiza precios de los bonos de gobiernos con tipos muy bajas en incluso negativas. Niveles nunca vistos en España con el 10 años al 0,57% o el alemán al -0,24% y una vez más el americano en el entorno del 2% cuando hace unos meses subió al 3,25%. Mercados e instituciones económicas, en lo que a la renta fija se refiere, están convencidos de que el crecimiento se ralentizará, la inflación seguirá muy baja y los tipos de interés bajarán en EE.UU. y se mantendrán a cero en Europa por un largo periodo.

Pero a penas hace 8 meses el mercado pensaba lo contrario. Parece que tenemos ante nosotros una oportunidad para comprar bonos, fondos y ETF's de estas características. Al menos, están a bajos precios.

México, Brasil, Turquía son algunas de las **economías emergentes** que atraviesan por momentos delicados. Sus monedas se han devaluado, lo que nos permite comprar a precios atractivos y la confianza en su potencial crecimiento, se pone en duda. Podemos encontrar buenas ideas de inversión en algunos emergentes que no brillan hoy, pero no dudamos que pasarán por mejores momentos.

En Grecia todo apunta a un cambio de gobierno y la llegada de políticos más alineados con la Comisión Europea (los actuales terminaron por hacerlo).

Irlanda y Portugal y los propios bonos griegos son en ejemplo de que los capitales pueden perder el miedo a la economía helena y los bajos precios de sus activos ser un reclamo que podría relanzar el crecimiento del país de forma clara.

Siempre pensamos que llegado este momento, los nuevos gobernantes pedirían una quita de la deuda griega para poder sentar unas bases mucho más sólidas a una nueva etapa de crecimiento pero no parece que hayan tenido suerte al haber un gobierno en Italia que podría pedir lo mismo y para el monto de deuda de Italia, resultaría catastrófico.

También en **Italia** las oportunidades de inversión aparecen cada vez que hay shocks globales o específicos del país.

La Comisión Europea terminará aceptando que tienen que realizar una acción contundente, con mucho gasto, para mover las economías europeas y salir del círculo vicioso de bajo crecimiento, baja inflación, bajos tipos, peores expectativas.

El **Reino Unido** no ha tenido peor prensa en muchas décadas. Su divisa está bien barata y muchos de sus activos, como las REIT's, a precios atractivos.

Deben redefinirse como país y centrarse en lo que mejor saben hacer y los negocios del futuro. Seguro que sabrán hacerlo y volveremos a ver a su economía creciendo con fuerza y a su moneda fuertemente demandada.

Terminamos hablando de lo que a día de hoy está muy barato pero tal vez tenga motivos para estarlo.

Es muy atrevido pensar que la **banca** española y media banca mundial no es que esté barata, es que hay noticias negativas que seguirán deteriorando sus activos y proyectando menores beneficios en el largo plazo. Ciertamente arriesgado ya que no ha pasado nunca.

Pero es posible que una nueva banca este por venir y sólo los que den el paso liderarán el sector financiero en las próximas décadas. El resto serán los DIA, KodaK, Toy's R Us, General Electric, Carrefour, la industria del Taxi y otros tantos.

También están muy baratas las **empresas de automóviles**, las grandes, WV, Toyota, BMW, las medianas Renault, Fiat... y las pequeñas. El sector se enfrenta a dos revoluciones, como poco, el coche eléctrico y las numerosas alternativas de movilidad que ofrecen las nuevas tecnologías. Dos retos que les costarán mucho dinero en I+D y que puede terminar en una demanda decreciente en los próximos años. Puede que no estén tan baratas.

Y hablando del coche eléctrico y las energías renovables, no será fácil para la empresas ligadas a los hidrocarburos encajar la irrupción de la **energía solar y eólica**. Las exigencias en materias medio ambientales y la evidencia de costes muy bajos en la producción de energía de origen solar, apuntan a una generación exponencial en los próximos años.

Aterra si cabe más, pensar que las eléctricas que ahora cotizan con múltiplos tan elevados podrían no ser tan ganadoras con la llegada de las energías renovables. Tiene pinta.

Les deseamos un feliz verano y les agradecemos su confianza en URSUS-3 Capital, Agencia de Valores.

Reciban un saludo muy cordial.

Madrid 14 de junio de 2019

Javier Martín Carretero

Socio

URSUS-3 Capital, A.V.

jmartin@ursus-3capital.com

@MartinCarretero