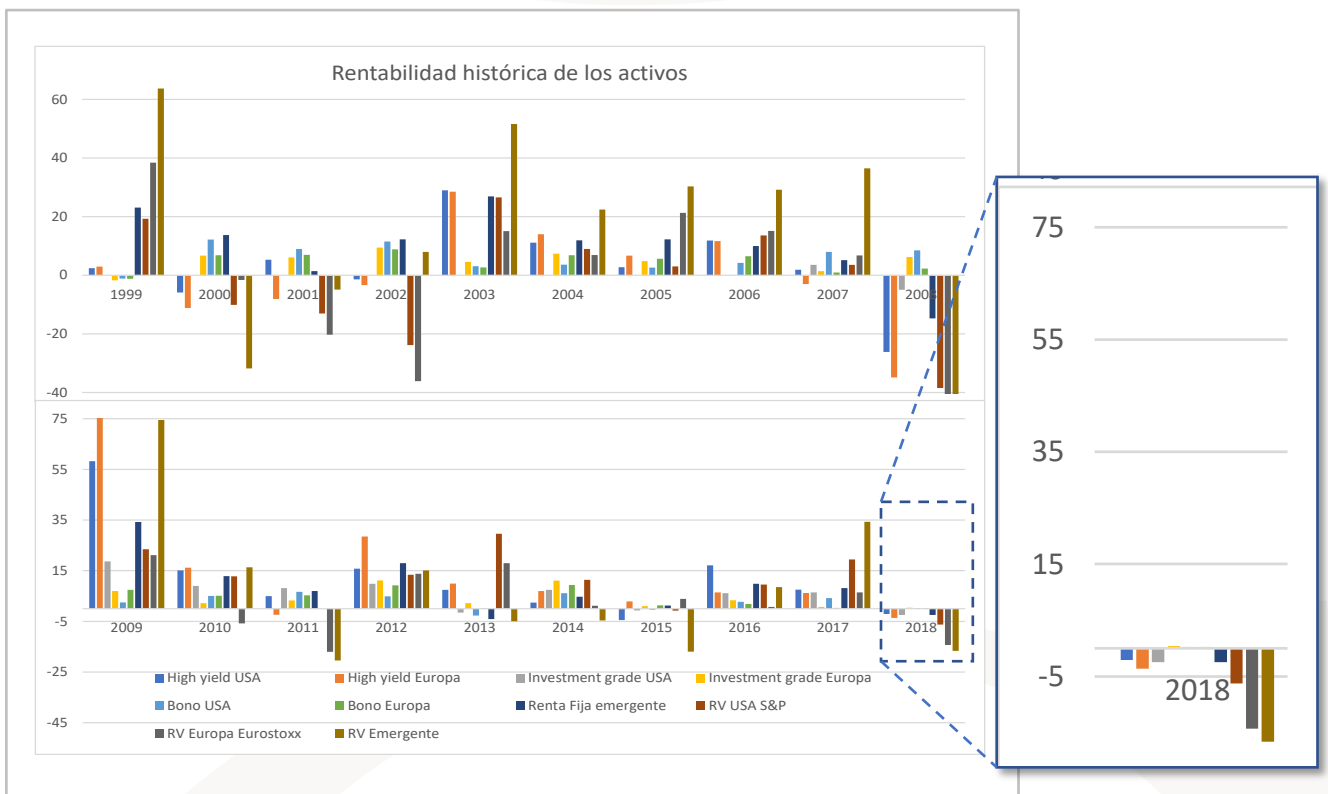




## Informe global del año 2018

Acabamos de terminar el que ha sido sin duda el peor año para los activos cotizados de la historia reciente. Si analizamos las diez principales familias de activos invertibles en los últimos veinte años, es decir Renta fija americana y europea en sus tres principales grupos (deuda soberana, deuda corporativa de grado de inversión y deuda corporativa de alta rentabilidad), deuda soberana de países emergentes, y renta variable de USA, Europa y emergente, vemos que incluso en los peores años de las tres últimas crisis, al menos uno de ellos tuvo durante el año una rentabilidad positiva. En el 2018 ocho de ellos han tenido rentabilidad negativa y los otros dos la han conseguido en los tres últimos días del año, por lo que podríamos decir sin engañar a nadie que invertir en cualquier tipo de activo durante el año 2018 ha sido un fracaso desde cualquier punto de vista.



Para un inversor europeo la situación es si cabe peor aún dado que en la zona euro, gracias a las facilidades de depósito concedidas por el BCE, los depósitos en cuenta también han sido negativos. Así pues, un inversor americano lo tenía mal pero un inversor europeo que tuviera dinero no ha tenido escapatoria. Ha estado condenado a perder dinero, aunque lo hubiera tenido quieto en su cuenta corriente bancaria. No se recuerda un caso igual.

Es complicado explicar lo ocurrido con la renta variable, pero la situación de la renta fija es más aún. Los fondos de renta fija han perdido todos dinero. La explicación es diferente en Europa y USA.



En USA el bono americano a diez años que empezó cotizando a 2.464 a principios de año, acabo a 2.685. Pero este incremento de rentabilidad fue mucho mayor durante casi todo el año y volverá a serlo en no mucho tiempo. Esto ha conllevado a una pérdida de valor para el inversor vía precio, que solo se ha visto amortiguada en diciembre por esta caída de la rentabilidad tan brusca, derivada de la repatriación de la inversión que estaba en renta variable emergente.

Obviamente aquellos que compraron bonos a principios de noviembre a su máxima cotización, 3.23, habrán visto incrementado su valor vía precio de manera sustancial, pero esto salvo que los vendan rápidamente se revertirá en el corto plazo.



Con el bono alemán a 10 años, el bund, la situación ha sido justamente la opuesta. Empezó el año al 0.464 y acabo en el 0.239, pero como se puede ver en la gráfica de su evolución, la tendencia ha sido la opuesta. Ha aportado rentabilidad vía precio, pero su rentabilidad orgánica no ha hecho más que descender., sin llegar a compensar una con la otra.

Claro, si el inversor se ha comprado un bono a plazo (especialmente americano y a pesar de ser europeo no ha cubierto el riesgo de divisa), y olvidándose de lo que ocurre en los mercados, solo espera cobrar el cupón hasta el vencimiento del bono, pensará que la inversión le sale rentable, el problema está en que la mayoría de inversores no tienen la intención de mantener el bono hasta su vencimiento o sencillamente la inversión la realizan a través de terceros, es decir de fondos de renta fija, los cuales están obligados a recoger la realidad de manera diaria, es decir, revalorar el bono con el último precio.





## Situación geopolítica

Veamos un poco de lo ocurrido e intentemos encontrar sus causas, con el propósito de orientar la estrategia futura en función de las consecuencias causadas.

La historia está llena de héroes y de villanos, pero curiosamente mientras que la gran mayoría de los grandes héroes han sido personas anónimas, la gran mayoría de los grandes villanos han sido personajes públicos y dentro de estos destacan los gobernantes.

En este año 2018 hemos tenido una gran ración de villanos que han dañado y siguen dañando la economía. Y curiosamente todos ellos dicen tomar medidas para protegerla, aunque realmente son presos de su codicia e ignorancia y culpables de los daños que están causando.

La experiencia me ha enseñado que la economía está por encima de la ideología. Sin pan no hay ideología posible. La gente antes de cualquier otra cosa quiere vivir mejor, quizá no todo el mundo sea tan egoísta como parece, pero la ideología siempre está por detrás de la economía. Sin dinero no hay educación ni sanidad, cuando menos infraestructuras. Así pues, cualquier gobernante mediamente razonable antes de hablar sobre las carreteras que quiere construir o el modelo de educación o sanidad que quiere para su país, deberá asegurar la salud de la economía para que tal cosa sea viable.

Empecemos por líderes mundiales como Donald Trump. El presidente Trump uno de los mandatarios mundiales con más poder, sino el que más, llegó a la presidencia con una idea preconcebida a la vez que equivocada, basada en un profundo desconocimiento económico.

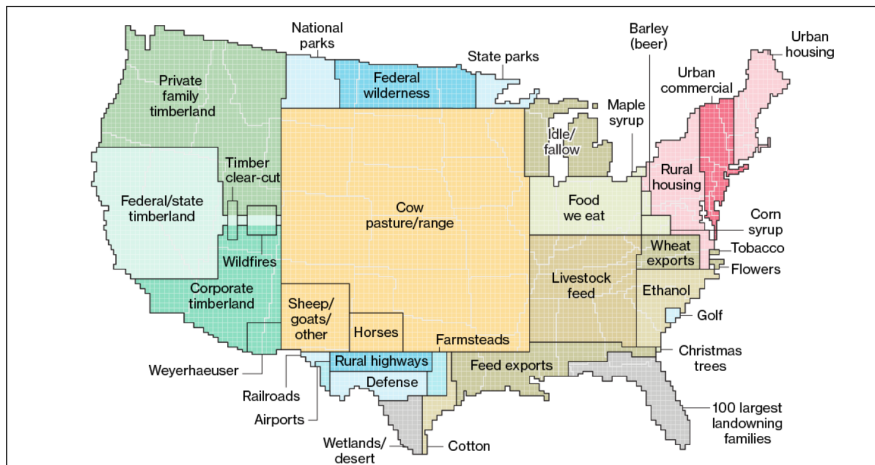
Para él la balanza comercial entre los países es el principal indicador de equidad entre los mismos. En un mundo globalizado, donde los países menos desarrollados fabrican para el resto del mundo los bienes menos sofisticados y por lo tanto más baratos, no pasa nada porque tengan balanzas comerciales positivas respecto a los países más desarrollados. Es más, puede llegar a ser positivo para países como USA, ya que podrán comprar bienes a un coste menor y dedicar el excedente de dinero a comprar bienes más sofisticados fabricados en USA o sencillamente dedicarlo a consumir servicios locales. Que es otra forma de generar riqueza en USA.

¿Para que querer competir con los asiáticos en la fabricación de televisores? Uno puede comprar en USA un televisor asiático de 250 USD en lugar de un americano de 500 USD. De esta manera podrá dedicar 250 USD a ir al cine o a otras cosas, y el margen que dejará en USA será casi el mismo, ya que los mayores costes no suelen ser los de fabricación, sino los de distribución.

El empeño del presidente Trump en decir que la industria americana se estaba deslocalizando y por tanto dejando sin trabajo a los americanos no está basado más que en el empecinamiento de un ignorante, económicamente hablando. El americano quiere trabajo, pero no quiere trabajo en una fábrica levantando piezas de 25 kilos durante ocho horas al día o sometido al calor de un horno a 200º C. Quiere trabajo cualificado, y lo demuestra mandando a sus hijos a las mejores escuelas posibles de acuerdo con su poder adquisitivo. Vamos, como todo el mundo.



USA exporta la ingente cantidad de \$130.000 M en productos agrícolas. Si deroga los acuerdos comerciales con los países a los que exporta estos productos, ¿a donde van a vender los granjeros o los agricultores esos excedentes? Estos agricultores y granjeros son su principal base de votantes.



Here's How America Uses Its Land

México, Canadá, Europa o China? ¿por qué gravar con aranceles absurdos las materias primas como el acero o el aluminio? Pues desgraciadamente porque es un ignorante. Pero claro un ignorante sentado en uno de los dos sillones más poderosos del planeta.

En el Reino Unido el problema es similar. La ignominia de un grupo de políticos que mintieron a una población desconocedora de la realidad va a llevar al país a una recesión económica de consideraciones siderales.

¿No sabían, o no quieren saber, que los europeos no se iban a plegar a sus exigencias? ¿Nadie les había explicado que tus principales clientes, así como proveedores son siempre, absolutamente siempre, tus vecinos?

¿Pensaban que la UE les iba a hacer la ola?, y por lo tanto permitirles acceder libremente a nuestro mercado económico.

Y finalmente España, donde el líder de uno de los dos grandes partidos históricos se hizo con el poder a mitad de mandato mediante una moción de censura apoyándose en toda una amalgama de partidos secesionistas, con la idea de convocar en el corto plazo elecciones, pero que una vez sentado en la silla presidencial ha olvidado no solo las promesas para hacerse con el poder, sino que está sumido en una profunda amnesia renegando de todo aquello que dijo cuando era líder de la oposición.

Hace unos 30 años, con solo 25 probablemente hubiera pensado que todo lo anterior era parte de una estrategia de gobernantes intelectualmente capaces, pero sobre todo perfectamente honrados y cabales, rodeados de asesores de mentes brillantes. Hoy con 55 años y después de haber conocido a políticos de todas o casi todas las razas y lenguas, opino, que ni son brillantes ni siquiera capaces y que mayoritariamente están rodeados de palmeros de su mismo nivel de capacitación.

En el cuadro adjunto vemos en que emplean el suelo americano sus habitantes, y se ve que la parte agrícola y granjera todavía es muy importante. Tan importante como que es el principal exportador de soja al principal consumidor de esta, y curiosamente su principal "enemigo" comercial, China.

Entonces, ¿por qué el empeño de Trump en intentar restablecer las balanzas comerciales con



Las encuestas demandan mayoritariamente una convocatoria electoral que clarifique la situación parlamentaria y obligue a posicionarse a todos los partidos ante la población en temas claves, como la inmigración o las acciones a tomar contra los independentistas.

¿Y que característica común hay entre estos tres dirigentes? Pues una y clara. El profundo carajal de su administración, donde no cuentan ni con apoyos consolidados en sus propios partidos políticos.

Este carajal administrativo se materializa en una parálisis parlamentaria que evita que se acometan soluciones a problemas críticos. Y esto necesariamente genera incertidumbre, que es la mejor manera de ahuyentar a la inversión y anticipar la recesión.

Los mercados financieros son extremadamente sensibles a la incertidumbre, ya que esta, generalmente, es la antesala del caos en el futuro. Nadie quiere invertir en situaciones potencialmente caóticas, lo que necesariamente lleva a deshacer las posiciones o sencillamente a no invertir.

Hay características principales en los mercados desarrollados, la seguridad jurídica y la independencia de los reguladores, ambas cosas determinadas por una clarísima e inexcusable separación de poderes. La certidumbre de que lo anterior ha sido así desde hace muchísimo tiempo ha hecho que el mercado financiero más desarrollado del mundo sea, sin duda, el mercado americano.

Trump ha parecido no entender bien esto. En primer lugar, ha tardado mucho tiempo y quizá todavía no lo haya hecho de manera adecuada, es que la separación de poderes en USA además de estar en su Carta Magna, es uno de los principios de convivencia en el país.

El último ejemplo de esto lo ha tendido justo a la finalización del año 2018. El Congreso, todavía con una mayoría republicana, ya que la nueva mayoría no ha tomado todavía posesión, le sigue impidiendo dedicar la bonita cifra de 5.000 millones de USD a la construcción del muro con México. Dado que intuye que el Congreso, de mayoría demócrata, salida de las elecciones de mitad de mandato, no le va a permitir una subida del techo de gasto que incluya esta partida, ha puesto en jaque a toda la administración federal, impidiendo que se aprueben las partidas presupuestarias que permiten el pago de los sueldos de los funcionarios, a menos que se le apruebe esa partida de 5.000 millones. Lo que está haciendo no solo a un país, sino a miles de familias, que ven que no pueden cobrar sus salarios, sencillamente porque sus puestos de trabajo han sido suspendidos es ignominioso.

Y lo curioso es que culpabiliza de ello a todo el mundo, menos a él.

A Trump dos años en el poder parece que no le han enseñado nada. “Invitó” a dimitir a la antigua presidenta de la FED, una señora que a pesar del poco tiempo que estuvo al frente de la FED demostró una capacidad de convencer a los mercados, que sin ser la de Mario Draghi, fue importantísima.

Trump coloco al frente de la FED a Jay Powell, un miembro del comité ejecutivo de la FED. Yo creo que porque pensaba que iba a ser manipulable. La sorpresa llego cuando no lo era. De Powell no sabremos hasta dentro de un tiempo si es buen o mal presidente de la FED, pero era, es y será impensable que un presidente de la FED, por muy de la cuerda de Trump que fuera, que iba a ser una marioneta en sus manos. Vamos, lo mismo que los casi 40 cargos que ha puesto y quitado en los dos primeros años en las primeras líneas de su administración.



Trump no ha sido capaz de entender, y ya es preocupante, que es peor para la economía tener un presidente de la FED que se equivoca que un presidente de la FED que es manipulable por el presidente del país. Y si no ha sido capaz de entenderlo en dos años, mi predicción es que no va a ser capaz de entenderlo en el resto de sus días.

En el Reino Unido una pandilla de políticos mediocres tanto del lado conservados con May a la cabeza como del lado laborista, liderados por Corbyn, se niegan, única y exclusivamente por intereses propios a dar la voz a quien realmente es quien la tiene, el pueblo. Todos han reconocido que el pueblo fue manipulado y engañado en el anterior referéndum, y las encuestas demuestran que el sentimiento de engaño es manifiesto entre la población, pero mientras tanto unos y otros, con el único fin de mantenerse en el poder y no pasar a la historia como los parias de la política que son, se niegan a convocar al pueblo amparándose en los resultados viciados del último referéndum.

Por el camino los realmente expertos no dejan de mostrar alarmas sobre las nefastas consecuencias de una salida, no ya sin acuerdo, de la UE. Pero a todos parece que le da igual a pesar de lo que los indicadores económicos dicen.

Cinco han sido las incertidumbres del año que han marcado los mercados financieros:

## 1. El precio del petróleo.

El petróleo ha sido durante los últimos 40 años la perfecta definición de un mercado imperfecto. Es un ejemplo que se estudia en las principales universidades del mundo. Y es un mercado imperfecto porque el precio no se fija por las reglas de la oferta y la demanda, sino que la oferta viene fijada mayoritariamente por una organización de países productores (OPEC) que funcionan como un cartel, dominado por los países árabes, así como por las sanciones internacionales que a otros productores impone los USA.

La irrupción de un nuevo productor, un verdadero *Outsider*, el *Shale Oil*, ha cambiado radicalmente las reglas del juego. Hace unos años, el cartel encabezado por Arabia Saudí decidió bajar le precio del barril de manera drástica, con un solo propósito, expulsar del mercado a los productores de *Shale Oil*. No solo no lo consiguieron, sino que los árabes llegaron a dañar tanto su economía que se vieron obligados tanto a emitir deuda soberana, hasta ese momento inexistente, como a proponer la privatización, aunque de una parte exigua, de su principal petrolera.





Los productores de *Shale Oil* han conseguido durante este tiempo, no solo sobrevivir sino mejorar mediante fuertes inversiones en I+D su *break even*, lo que ha llevado a los USA a poder ser totalmente independientes de fuente externas de suministro de petróleo.

La caída del precio del petróleo se ha interpretado como un indicativo de fin de ciclo, pero creo que es una interpretación equivocada. La demanda de petróleo no ha bajado, y por lo tanto esta caída está derivada de un incremento de la oferta. El barril de Brent llegó a cotizar a 86.29 USD justo antes del desplome de todos los activos cotizados, llegando hasta los 53.8 USD por barril.

En circunstancias normales el barril de Brent debería estabilizarse en el entorno de los 70\$ en los próximos seis meses. Este precio es un precio objetivo para los países que componen la OPEC.

## 2. La guerra comercial USA vs China o vs Todo el mundo.

Un negociador de nivel como aparentemente es Trump no ha llegado a entender que ni son iguales todas las negociaciones ni se puede negociar con todos de la misma manera.

La posición negociadora de China es de mucha más fuerza que la americana.

- En materia agrícola. Los USA exportan una ingente cantidad de productos agrarios a China, como es la soja, que si China decide cortar puede encontrarla en otros países como Argentina, dañando a los granjeros americanos del medio oeste, banco natural de votos de los republicanos
- En materia financiera, el mayor tenedor de bonos soberanos y corporativos americanos, fuera de USA, es el estado chino. Esto es una verdadera espada de Damocles sobre el gobierno americano. Si China deja de recomprar los bonos americanos al vencimiento de los que tiene en cartera, necesariamente el tipo subirá, dañando la política presupuestaria americana.
- China además tiene una baza en su poder que hasta ahora los acuerdos con USA le impiden que la use, y es la devaluación artificial de su moneda, que la haría mucho más competitiva en los mercados donde ambos, americanos y chinos, compiten.

## 3. Italia.

El populismo es malo para las economías y para los países. Dicen lo que la población quiere escuchar, no lo que debe escuchar. La obligación de un gobernante no es contar cuentos de hadas, sino las verdades de las situaciones y buscar las soluciones más favorables y sostenibles. Pues bien, los populismos hacen justamente lo contrario.



Italia, la séptima economía del mundo, es un país tan endeudado que debe hasta de callarse. Debe una ingente cantidad de dinero, más del 130% de su PIB. En un mundo sin inflación esta cantidad es sencillamente impagable, con un hándicap adicional, si los tipos de interés suben, como va a ocurrir indefectiblemente al dejar el BCE el programa de intervención monetaria para mantener el déficit global controlado, no va a tener otra que convertir el déficit primario, es decir el déficit antes de interés de deuda, en superávit primario. Sin ingresos extras a los actuales no les va a quedar otra que cortar el gasto, y muy por encima del incremento de gasto que pretenden realizar.

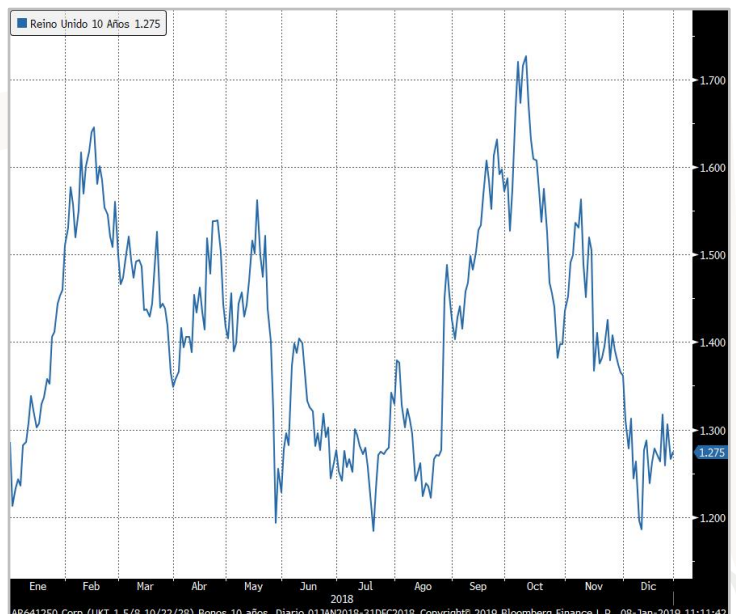


Intentar, como ha hecho, tener un presupuesto deficitario y expansionista fue una locura. Era previsible que el bono (como se ve en el gráfico) se disparase de precio provocando considerables pérdidas a sus mayores tenedores, los bancos italianos. Todavía no soy capaz de entender como no vieron que esto iba a pasar, o que nadie de su alrededor se lo dijera. Por suerte la realidad les ha puesto en su sitio de una manera rápida.

#### 4. Brexit.

El Brexit, sin duda alguna, es un problema más importante para Europa que la llegada de unos partidos populistas a Italia u otros países.

La salida del Reino Unido lleva a una serie de incertidumbres y fatales consecuencias no solo a sus habitantes sino al resto de los europeos.







Coincido en la opinión de muchos políticos europeos que la salida del Reino Unido de Europa nos hará más fuertes como europeos, pero discrepo que Europa pueda ser más fuerte sin el Reino Unido que con el Reino Unido. No es igual que en tu grupo estén cuatro de las grandes potencias mundiales que estén solo tres.

El Reino Unido está cavando su fosa, pero para los europeos esto va a ser más que una simple pesadilla.

La salida, con acuerdo y más sin acuerdo va a convulsionar los mercados financieros y con razón. Así que esperemos que la lógica lleve a los políticos ingleses a cuanto menos convocar un nuevo referéndum, dando la voz a quien teniéndola se le engañó.

Como se ve, la proximidad de las votaciones y ante el más que probable desacuerdo convulsionó el bono inglés, y esto solo ha sido el anticipo de lo que llega como al final el Brexit sea *hard*.

## 5. La volatilidad de los mercados

Creemos que la volatilidad de los mercados ha llegado para quedarse. Esto va a originar muchísima frustración e incertidumbre, lo cual si uno es un inversor tiene que mirarlo siempre en el medio y si es posible largo plazo. El corto plazo va a ser estresante, precisamente por los vaivenes que marcan la volatilidad.

En los tres gráficos adjuntos vemos los índices americanos y europeos y en el tercero los comparamos contra el VIX.



El VIX es un índice que, aunque de una manera un poco sofisticada mide la volatilidad del índice americano, el S&P 500. Dado que riesgo y volatilidad parecen dos conceptos bastante conectados, muchos fondos de gestión pasiva, se indexan de alguna manera a ellos.



Aunque en el pasado la volatilidad ha sido muy superior a la actual, en mi opinión no es la manera acertada de verlo. La ingente masa monetaria en circulación ha cambiado este parámetro. Creo que nadie sabe todavía en que medida lo ha hecho, porque no ha habido tiempo suficiente para examinar sus consecuencias. No creo que veamos en el futuro próximo valores del VIX como los que vimos hace algunos años.



Este último gráfico demuestra la tremenda sensibilidad de los índices al VX, moviéndose de manera opuesta.

Merece un comentario aparte la política monetaria y sus consecuencias.

Durante estos años de crisis y recuperación se ha llevado a cabo en todo el mundo una expansión cuantitativa de tamaño descomunal. Cuando estas expansiones monetarias se llevan a cabo con el propósito de hacer llegar dinero barato a los ciudadanos y de esta manera calentar las economías, se comete necesariamente el error de inundar el mercado de dinero, ya que no se puede discriminar a quien se le hace llegar ese dinero.

Ahora nos encontramos en una economía sobre dopada de dinero que hay que drenar, como ha empezado a ocurrir en USA pero no en el resto de países o zonas, como el Reino Unido, Japón o la Eurozona.

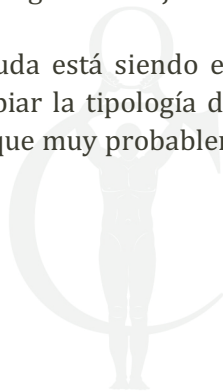
Hasta ahora no existía experiencia previa para medir las consecuencias de economías sobre dopadas de dinero.



La primera consecuencia que estamos encontrando es que los mercados financieros han creado productos de gestión pasiva, como son los Fondos Cuantitativos, los ETFs o los fondos indexados en magnitudes nunca vistas hasta ahora, que mueven los mercados de manera diferente a lo que hasta ahora estábamos acostumbrados.

Siempre se ha dicho que las bolsas anticipan los movimientos de la macroeconomía, y creo que esto sigue siendo cierto. También que los largos y calientes veranos llevan a profundos y fríos inviernos. A raíz de la metáfora, un ciclo poco expansivo pero largo lleva a un ciclo contractivo no muy potente. Claro, esto es midiéndolo con las reglas y parámetros anteriores, es decir, sin esta ingente cantidad de dinero en circulación. Pero creo que la contracción va a ser más fuerte de lo predicho ya que nos va a pillar sin armas de ningún tipo. Y voy a explicar porqué:

1. El arma de la expansión cuantitativa ya se ha utilizado. Crear más dinero, sin haber retirado el exceso del anterior no va a valer para nada. Ejemplo Japón. A pesar de crear dinero hasta la saciedad no consigue arrancar del todo.
2. Las medidas anti-cíclicas no se van a poder tomar en la gran mayoría de países, ya que el endeudamiento no se ha conseguido rebajar de manera sustancial.
3. La globalización, que sin duda está siendo en muchísimas cosas positiva, ha obligado al mundo desarrollado a cambiar la tipología del trabajo, pero este no lo ha conseguido en suficiente profundidad, porque muy probablemente necesite para ello muchos más años de los que han pasado.





## Previsión para 2019

---

### 1. Renta Fija

La renta fija de países desarrollados está condenada a ser una constante fuente de pérdidas mientras que no cesen las subidas de tipo de interés de referencia, que necesariamente terminan por encarecer los bonos.

Ahora bien, el bono americano que llegó al 3.23 a finales de año se quedó en el entorno del 2.80 y esto después de la última subida de tipos por parte de la FED. Claramente este encarecimiento del bono está provocado por la salida de flujos de rentas emergentes, que actuaban como potenciales activos de alta rentabilidad.

Creemos que, si al final se producen las cuatro, tres o quizás dos subidas de tipos de  $\frac{1}{4}$  de punto cada una durante el año 2019, esto hará que el bono llegue como máximo a 3.5 o 3.6 ya que en ningún caso hemos visto de manera mayoritaria el bono americano por encima del 4%.

No obstante, esta inversión solo la vemos positiva para aquellos inversores de USD, ya que es coste de cobertura, que ya está en el entorno del 3.2 suba hasta el 3.6 si el bono se encarece.

Por el contrario, Europa empieza a mostrar tantos síntomas de debilidad que no solo no va a emprender subidas de tipos, sino que muy probablemente no pueda reducir a la velocidad deseada el programa de reinversión de bonos al vencimiento de estos. Lo anterior nos hace pensar que el 10 años bund que ha acabado el año en el 0.23 no supere en ningún momento el 0.6 de rentabilidad, lo que hará de él una pésima inversión.

### 2. Renta Variable

Ante la ausencia de renta fija donde invertir, aunque no sea más que para cubrir la inflación con una mínima rentabilidad, el único activo que queda es la renta variable. Ahora bien, no toda es igual. Seguimos viendo mucho más fuerte a la americana y mucho menos la europea, donde las incertidumbres se unen a la debilidad que poco a poco ira manifestando de manera más contundente la economía europea.

Entendemos que nos vamos a encontrar con una tremenda volatilidad y que más crítico que la elección unitaria de valores va a ser la elección por el geoposicionamiento. Entendemos que la estrategia adecuada es una elección unitaria de valores diversificado y basado en compañías sólidas combinado con una estrategia móvil de cobertura de la cartera con el propósito de no asumir más riesgo del necesario.

--

Miguel Ángel Temprano  
Director de Inversiones