



Víctor Peiro. *Director General de Análisis*

Durante el último mes, la novedad es que los índices americanos han corregido en diferente medida (Nasdaq un -6,8%, S&P500 un -4,5% y DJ un -1,8%). ¿Qué es esto frente a las subidas de 12%, 8% y 11% de los últimos doce meses (ya descontando esta corrección)? Pues es la **lógica y largamente esperada corrección**, en un mercado que en los últimos 8 años ha subido de media un 12% anual.

El comportamiento de la economía americana está siendo excepcional durante un ciclo que ya es el más largo en términos históricos, y ya hemos comentado muchas veces que eso nos lleva a pensar que el final tiene que estar más cerca que lejos. **La actuación de libro de la FED, de subir los tipos desde el 0,25% en diciembre de 2015 al actual 2,25%, ha sido muy delicada con el mercado y ha contribuido a que sus bolsas estén a máximos históricos**, ayudada por el crecimiento desmesurado de sus compañías tecnológicas. Si pensamos que la FED elevará los tipos a un nivel normalizado del 3%, esto quiere decir que ya hemos superado el ecuador de ese proceso de normalización.

Si a esto sumamos que la curva de tipos EEUU ha estado a punto de aplanarse totalmente y que el FMI ha certificado lo que todos pensamos, que el proteccionismo tendrá un peaje temporal en el crecimiento global, **es lógico que se nos hayan encendido las alarmas de que el cambio del ciclo económico esté cerca.** Con una rentabilidad del 3,2% a 10 años para la deuda americana a 10 años, algunos inversores pueden ver no compensado el riesgo de seguir en bolsa. Esto nos lleva al por qué de la reciente toma de beneficios. Hasta aquí, todo correcto: “los economistas sabemos explicar muy bien el pasado”.

El problema es que **este incipiente constipado de EEUU pilla a Europa con las defensas bajas.** Mucha gente no ha entendido que la reducción de la deuda de algunos países europeos es urgente, y el problema es que entre ellos están algunos responsables políticos. **Un coste marginal del 3,5% para la deuda italiana que pesa un 130% del PIB es una carga muy elevada para un país.** Por eso es complicado que si EEUU inicia una corrección, en Europa veamos un comportamiento diferente. Y eso hay que asumirlo y gestionarlo.

Ahora el futuro. **No pienso que ya estemos en el final del ciclo económico en EEUU.** Las fases del ciclo en las que hay subidas de tipos y cierto recalentamiento (tasa de paro por debajo del 3,75%) se caracterizan por un aumento de la volatilidad, por ello el repunte que estamos viendo ha llegado para quedarse, lo cual solo quiere decir normalizarse, no dispararse de forma continuada. **Los datos al menos apuntan a que aún puede haber un 2019 de crecimiento. Pero ¿y si no?**

Llegó el momento de buscar el verdadero “value” no el value de moda que es el value oculto, sino el value evidente, el de El Inversor Inteligente.

A veces es complicado separar un valor atractivo de una trampa de valor. Pero hay que intentarlo. Si suben los tipos, los multiplicadores deben ser más bajos. **Después de años con todos los factores a favor** (tipos de interés ínfimos, precio de la energía barato, mano de obra abundante), **las empresas pueden afrontar cierta reducción de márgenes.** Pero este año la reforma fiscal americana seguir a ayudando. Justo lo contrario que en Europa, donde muchos gobiernos buscan fórmulas para estrujar los impuestos a las empresas (cierto que algunas pagan muy poco y eso es lo que hay que corregir) para ayudar a mantener el estado de bienestar o la superestructura política.

El mercado europeo y el español han estado penalizados en bolsa por las razones que he comentado y por otras como un sistema bancario que aún necesita más ajuste y más

concentración, una exposición a la debilidad de las monedas latinoamericanas, un superávit comercial con EEUU en peligro, etc. Pero a lo mejor ahora es el momento de apostar por empresas que cotizan a bajos múltiplos (telecomunicaciones?), que generan mucha caja (media) o que tienen un futuro de crecimiento (renovables, salud, turismo, IT).

Como resumen:

- 1. No vemos el cambio de ciclo aún, pero está más cerca que lejos,**
- 2. La bolsa anticipa 6-7 meses ese cambio de ciclo,**
- 3. Europa no podrá desligarse totalmente de la bolsa americana, pero sí algunas empresas penalizadas ya en exceso, y**
- 4. La parte de la inversión que ya está en renta variable hay que reestructurarla hacia valores y sectores con valor frente al medio plazo y parte del cash hay que invertirla progresivamente en ese mismo tipo de valores.**

En el corto plazo la volatilidad va a estar presente, pero en el medio plazo la estrategia puede dar frutos.

Síguenos: