

Los últimos días de la “gota” malaya

Jaume Puig. *CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión y Gestor de Fondos de Inversión*

A cierre del día 24 de octubre, y en lo que llevamos del año 2018, el índice Eurostoxx 50 ha caído un -10,7%. Otras bolsas como la italiana han caído un -15,4%, el Ibex-35 un -13,6%, o el Dax alemán un -13,4%.

En relación a los mismos, efectuamos los siguientes comentarios:

1. Estos descensos se han producido en el siguiente contexto:

- **Fuerte crecimiento económico mundial del +3,7%** previsto para los años 2018 y 2019 según la reciente estimación del Fondo Monetario Internacional. Se trata de un crecimiento superior a la media histórica (+3,4%), igual al del año 2017, y el más alto desde el año 2011. No debemos olvidar, además, que este aumento se produce desde los niveles máximos históricos de PIB Mundial.
- **Fuertes crecimientos de los beneficios empresariales de las empresas europeas.** Los beneficios por acción de las empresas europeas (índice Stoxx 600) crecen un 20,1% en el año 2018, y un 67% en el período comprendido entre 2017 y 2021.
- **Existencia de una elevada confianza empresarial en la Zona Euro** (nivel 19,6), que supera a la media histórica (9), a la vez que no alcanza los niveles problemáticos que supondrían un exceso de confianza (30). Los empresarios tienen un elevado grado de confianza dado que tanto sus ventas como sus márgenes están evolucionando muy bien. Sus temores a futuro vienen por la subida de las materias primas, que aún no ha llegado a niveles preocupantes. Previsiblemente, y en función de las 131 reuniones con empresas cotizadas de todo el mundo que hemos mantenido este año, pensamos que más que afectar a los márgenes, las empresas trasladarán estos aumentos de costes a los precios de venta.
- **Múltiplos bajos de valoración, antes y después del descenso.** El PER 2018 del Eurostoxx 50 es de 13,0 y el PER 2019 es de 11,7. El del Dax alemán es de 12,2 y 10,9, respectivamente y el del Ibex 35 es de 11,5 y 10,6. Sobran las palabras.
- **Depreciación del euro frente al dólar de un 5,1%** durante el año 2018, aumentando así la posición competitiva de las empresas exportadoras de la Zona Euro. El dólar/euro cotizaba a 1,2005 en diciembre 2017 y ahora está en 1,1392.
- **Existencia de un bajo volumen negociado** en los mercados. Los volúmenes de negociación de los mercados europeos son los que había en el período 2002/2005. Se trata, pues, de descensos sin volumen.
- **Existencia de unos niveles de volatilidad inferiores a la media histórica.** Si bien la volatilidad ha subido respecto a la registrada en 2017 (que fue inusualmente baja como las

registradas en los años 1995, 1996 y 2005), es inferior a la media y, por supuesto, muy inferior a la registrada en los años verdaderamente problemáticos como fueron los períodos del 2000 al 2003 o del 2008 al 2011. Se trata, pues, de descensos sin volatilidad.

- **La coexistencia con unas bolsas norteamericanas planas en el año.** El índice S&P 500 ha tenido una rentabilidad del -0,65% y el índice Nasdaq ha subido un +2,97% en lo que llevamos de año. En el caso del índice S&P500, el aumento de beneficios por acción previstos entre el período 2017 y 2021 es del +66,9%, muy similar al de las empresas europeas, e igualmente superior a la media histórica de crecimiento de los beneficios empresariales. Sus múltiplos PER, sin embargo, son muy superiores (16,3 en 2018 y 14,8 en 2019). Curiosamente, tienen un crecimiento similar de beneficios empresariales, unos múltiplos superiores y una mejor evolución bursátil.

En otras palabras, se han producido unos descensos repentinos que se producen dentro de una coyuntura macroeconómica y empresarial muy favorable.

2. A lo largo del año han ido saliendo diferentes **argumentos teóricos** para justificar los movimientos erráticos del mercado. Los principales han sido:

- **Los hipotéticos efectos nocivos de la subida de los tipos de interés sobre las bolsas.** Como ya comentamos en su momento, si bien las subidas de tipos perjudican desde el momento cero a la renta fija, no pasa lo mismo con la renta variable. En este caso hay que distinguir dos fases. En las primeras subidas de tipos, las que constituyen una mera normalización, suben tanto los tipos de interés como las bolsas simultáneamente. En esa situación estamos y va para largo. Los tipos de interés están muy lejos de los niveles normalizados con la inflación. No es hasta la segunda fase de la subida de tipos que las bolsas empiezan a notar sus efectos adversos. Estamos muy lejos de llegar a ella, quizás dentro de dos o tres años.

- **La guerra comercial impulsada por Donald Trump.** Los hechos han evidenciado la gran diferencia existente entre la amenaza y la realidad (acuerdos con Méjico, Canadá, o la escasa magnitud de los nuevos aranceles), en lo que es un estilo de negociación que busca una posición inicial de ventaja que ha quedado al descubierto. Se aprecia un interés real último en que se instale capacidad productiva en EEUU. Claramente EEUU deja al margen de las amenazas de guerra comercial a países como Japón (con un superávit comercial con EEUU sostenido en el tiempo, si bien con una notable presencia de centros de producción de empresas japonesas en EEUU), centrándose en China (superávit comercial

creciente y falta de centros de producción chinos en EEUU), o en segundo término en Europa. Precisamente las empresas europeas tienen una multiplicidad de centros de producción en EEUU, y por lo tanto disponen de una gran capacidad de respuesta ante la amenaza de guerra comercial. La cotización de las empresas europeas exportadoras ha caído como si no la tuvieran.

- **La política italiana.** Curiosamente, la gran discusión se centra en si el déficit público italiano va a tener un techo en el 2,4%, como sostiene el gobierno italiano, o si por el contrario ese nivel podría ser superado en la práctica, como puedan pensar las autoridades europeas. En cualquier caso, la discusión de los presupuestos va para largo, y cualquier acontecimiento relevante, como por ejemplo la poca probable no continuidad del actual gobierno, no ocurriría antes de enero 2019. Lo sorprendente del caso es que si bien la atención del mercado está actualmente centrada en la prima de riesgo del bono italiano, debería estar centrada en la rentabilidad que ofrece su deuda. Su bono a diez años, por ejemplo, está proporcionando una rentabilidad del +3,54%, sin duda muy inferior a la que proporcionará una vez los tipos de interés se hayan normalizado. En lo que a renta variable se refiere, les sorprendería saber lo poco que sale la palabra “gobierno” en nuestras conversaciones con las empresas italianas, sin duda acostumbradas a la inestabilidad política.

- **La devaluación de la Lira Turca y del Peso Argentino en verano.** Como he comentado ya en otros foros, estas dos divisas deben devaluarse periódicamente frente a las divisas fuertes como el euro o el dólar sencillamente porque tienen unas tasas de inflación muy superiores, de doble dígito. En esta ocasión en particular, en lo que a la lira turca se refiere, el descenso del verano situó a su divisa en una posición de excesivamente barata según la paridad del poder adquisitivo. Su descenso fue desmesurado, a la vez que motivado por un par de temas políticos simultáneos. Debería transcurrir un año de tiempo con su divisa tan baja antes de que se generaran problemas en una economía fuerte como la turca, y en especial, a aquellos agentes endeudados con divisas fuertes. Transcurridos sólo dos meses del peor momento de la cotización de la lira turca, que fue a mediados de agosto, la lira turca ha recuperado un poco más de la mitad del terreno perdido. Por supuesto, dado que las tasas de inflación de los países emergentes se sitúan entre el 4% y el 4,5% y son, por tanto, muy inferiores a las cifras de doble dígito de Turquía o Argentina, cualquier traslado de los descensos de estas dos divisas al resto de divisas emergentes carece de fundamento.

El día 8 de julio, el índice Eurostoxx 50 estaba plano en el año, y el día 27 de septiembre caía un -1,5%, luego **el descenso se ha generado en un período de unas escasas 19 sesiones, unos 27 días en total.** ¿Qué ha habido de nuevo tras el día 27 de septiembre? De hecho, nada. Estamos ante una especie de “totum revolutum”, en la que se entremezclan las causas. Es un momento donde las percepciones se imponen temporalmente a

los datos, por no catalogarlo directamente como un episodio de “fake news”.

Uno de los argumentos más rocambolescos que se utilizan es el de que el ciclo económico favorable pueda estar llegando a su fin dado únicamente... el tiempo transcurrido. Abundan los comentarios del tipo “este ciclo económico favorable está durando ya más de lo habitual”. Luego, el tema no está ya en decir que la economía va mal, lo cual es evidente que no es cierto, sino simplemente que “irá mal”.

A parte de las evidentes intencionalidades que se muchas veces se esconden detrás de estos titulares, comentar que esa duda queda despejada en las reuniones con la empresas que mantenemos. Vemos a los empresarios en modo inversor, están invirtiendo el exceso de caja que generan y que no reparten en su propio negocio. Las inversiones son moderadas en cuanto a cuantía y en cuanto a tipología de inversión. Los empresarios están situados en lo que podríamos denominar un modo de CAPEX Consciente. No han llegado aún a la fase que previsiblemente llegará en unos años de CAPEX Inconsciente. El principal motivo es que guardan memoria de la crisis económica de hace una década. Es demasiado reciente como para obviarla.

Los análisis de la duración de los ciclos económicos deberían tener en cuenta que su duración depende de lo intensa que haya sido la crisis anterior. Puesto que esta última fue especialmente intensa, el ciclo económico favorable debería ser esta vez más largo de lo habitual. De nuevo, fácilmente podría durar unos dos o tres años más, como mínimo.

3. En función de todo ello nuestro **posicionamiento inversor** es el siguiente:

- Sabemos que **el 80% de los descensos bursátiles que se producen son injustificados**, son falsos temores que el mercado cotiza temporalmente y que al no ser ciertos se recuperan en unos pocos meses. Pensamos, por todo lo dicho, que estamos en uno de estos casos. Demasiados motivos teóricos para justificar una caída. **Todo es nada**. Si hubiera un motivo lo suficientemente potente, no harían falta más.
- Conocemos sobradamente muchos casos en los que un mercado cayó fuertemente incluso sin noticias...para tener posteriormente una fuerte recuperación. Recordamos, especialmente, los episodios de agosto del 2002 o de agosto del 2011, por ejemplo.
- Sabemos igualmente que **la media de los descensos dura unos 29 días totales, incluyendo festivos, de los que hemos transcurrido ya 27**.
- Sabemos que **el próximo 1 de noviembre se inicia el medio año bursátil bueno**, donde se gesta la práctica totalidad de la rentabilidad bursátil en términos históricos. El que va de finales de octubre a finales de abril.

Por todo ello, y por otras consideraciones parecidas, en los Fondos de Inversión y SICAVS que gestionamos nuestro posicionamiento es claro y meridiano: **Euro que entre en cualquiera de nuestros fondos, euro que estaremos invirtiendo de forma inmediata.** Sabemos que el mercado bursátil tiene la particularidad de que es de los pocos mercados en que muchos compradores no aprovechan las rebajas. Esperamos que entre nuestros inversores sea distinto y sí lo hagan. Nosotros lo haremos.

Esperamos que la “gota” malaya que supone el continuado descenso de estos días, sin volatilidad, esté cerca de su final. Creemos estar ante sus últimos días.

Por cierto, espero que se hayan apercibido ya, dado que he introducido una “fake news” en el título. No existe la gota malaya, o bien es la gota china o bien la bota malaya. En cualquier caso, es otro de los ejemplos en que lo que lo que una mayoría de personas pueda pensar... simplemente pueda no ser cierto.