

*Este material ha sido publicado en [www.rentamarkets.com/Informacion](http://www.rentamarkets.com/Informacion) y tiene carácter meramente divulgativo por lo que no debe considerarse asesoramiento o análisis financiero. El documento no se ha elaborado con sujeción a las disposiciones orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones. Su contenido y uso queda sujeto al AVISO LEGAL contenido en [www.rentamarkets.com/Informacion/AvisoLegal](http://www.rentamarkets.com/Informacion/AvisoLegal)*

## LO QUE AL LOCO SE DA, PERDIDO ESTÁ

Desde que publicamos la nota anterior hemos vivido una de las semanas más volátiles que recordamos. De hecho, desde finales del 2008 no recordamos un periodo que tenga movimientos intradiarios de tales magnitudes y tan continuos. Recordemos que este periodo, octubre 2008 marzo 2009, trajo caídas adicionales del 30% antes de que el mercado se estabilizara y marcara mínimos.

Hemos decidido extender la nota de la semana pasada, principalmente, porque a nuestro entender, y tras ver la deriva en la que ha entrado el presidente Trump, y los comentarios del viernes a última hora de Jerome Powell, nuevo presidente de la Reserva Federal, han aumentado significativamente los riesgos de lo que llamamos un policy mistake. Ante este nuevo escenario, y al que asignamos una probabilidad aún no descontada en el mercado, consideramos que los riesgos son asimétricos y no están adecuadamente remunerados.

### Policy Mistake

Término anglosajón que podría traducirse como error en la política monetaria de un banco central. En Europa hemos vivido varios. Quizás los dos últimos más sonados fueron la última subida de tipos de Trichet, cuando la economía global se adentraba en una de las peores crisis de su historia, y el entonces presidente del BCE hacía oídos sordos a las señales y seguía obcecado en su mandato de control de la inflación. Recordemos que no tardó mucho en reconocerlo, y el BCE seguía a otros bancos centrales a nivel global bajando tipos agresivamente. O la demora en la utilización de medidas no convencionales en política monetaria, no fue hasta la llegada de Mario Draghi que el BCE las implementó (siguiendo a otros alumnos del MIT).

Pero ¿por qué consideramos que se han aumentado los riesgos y creemos probable que la Fed pueda cometer un error? Hay varios factores que creemos que afectan, e intentaremos tratar de enumerarlos y explicarlos todos:

- Como detallábamos en nuestra nota anterior, un endurecimiento de las condiciones monetarias tiene un efecto similar a subidas de tipos. Diferentes economistas de primer nivel equiparan el recrudescimiento actual a dos subidas de 0,25% adicionales por parte de la Fed.
- Estas últimas semanas se está observando una ralentización no esperada en ciertos datos macroeconómicos que ponen en duda la sostenibilidad del crecimiento económico.
- Por otro lado, la Fed mira a otro lado y prosigue su objetivo de combatir presiones inflacionistas, principalmente por un mercado laboral algo tenso, y presiones salariales que observan en ciertos sectores.
- Es más, este viernes Jerome Powell ha corroborado que aún es demasiado pronto para extrapolar conclusiones de la actual política proteccionista por parte de la administración Trump (con ciertos signos de ralentización económica).
- Políticas proteccionistas que, a través de imposición de tarifas y restricciones al libre comercio, tendrán sin duda un efecto perverso en los precios.
- Adicionalmente apreciamos ciertas señales que indican que la economía se acerca a zona de peligro en términos de crecimiento, con la pendiente de la curva de tipos a tan sólo 50 puntos básicos de invertirse (señal claramente recesionista), o una tasa de ahorro en mínimos históricos.
- A sumar a todo lo anterior, se percibe un claro incremento del riesgo regulatorio en sectores claves en la economía y en el mercado de renta variable en particular.
- Y, por último, el reconocimiento este viernes noche por parte del mismo Trump, en una entrevista en radio, que para alcanzar sus objetivos de campaña y poder cumplir con su lema "Let's make America great again", el mercado ha de sufrir las consecuencias en el corto plazo y ceder algo de las ganancias acumuladas en estos años.

### Condiciones financieras y ralentización de los datos

Esta semana hemos podido comprobar de primera mano cómo las condiciones financieras afectan a la economía. Los datos de PMI que hemos conocido en Europa han salido todos un poco más débiles, así como el ISM en EEUU donde pudimos observar que, a pesar de confirmar una pequeña desaceleración en el crecimiento, el subcomponente de precios sigue estando fuerte.

Además, los datos de peticiones de desempleo de EEUU del viernes vienen a corroborar lo mismo. Se han creado menos puestos de los esperados, la participación en el mercado laboral retrocede levemente, aunque siguen existiendo importantes presiones salariales.

En Europa la ralentización de los datos está dejando un mal sabor de boca al BCE que consideraba estrategias para poner fin a la política monetaria ultra expansiva. Datos de inflación, ventas minoristas, producción y actividad industrial en Alemania no han cumplido con las expectativas. Una prolongación de éstos aumentará los riesgos de conseguir llegar al objetivo de inflación y es probable que produzca un cambio en el discurso oficial hacia políticas más dovish (expansivas).

### Jerome Powell y la Fed

Los datos del viernes de empleo fueron un poco decepcionantes, creándose tan sólo 103.000 además de una revisión que restó otros 50.000 de fechas previas. La presión salarial sigue patente y es la mayor preocupación de la Fed.

En la conferencia de prensa que dio Jerome Powell a última hora del viernes, el actual presidente de la Fed vino a corroborar que su escenario central contempla un ritmo de crecimiento económico similar al actual, con subidas graduales durante los dos próximos años, y que ven probable alcanzar tasas de inflación del 2% pronto.

Powell evitó manifestarse sobre el posible impacto económico que la actual deriva de las relaciones entre EEUU y China puede deparar. Lo que sí es cierto es que son conscientes que esta guerra de tarifas puede elevar sustancialmente el componente precios de la economía, que es su principal preocupación.

Como comentábamos la semana anterior, los diversos índices de condiciones financieras tienden a predecir con cierta fiabilidad la evolución de la economía, considerándose un indicador adelantado de ésta. Como podemos observar estos últimos días los datos económicos que estamos conociendo a nivel global están saliendo un poco más débiles, lo cual cuadra con que estos estén ejerciendo un tightening (estrechamiento) adicional en la economía. Además, las condiciones financieras, tienen una elevada correlación en períodos de estrés con el propio mercado de renta variable, como podemos observar en el gráfico anterior, el S&P500 parece un calco del índice de condiciones financieras de Bloomberg.

Evolución del S&P 500 vs Índice de Condiciones Financieras de Bloomberg



Fuente: Bloomberg.

### Otras señales negativas

Otro de los indicadores que están señalando hacia un periodo recesivo de la economía es la pendiente de la curva de tipos. En el gráfico siguiente podemos observar la evolución del diferencial entre el tipo a diez años y el tipo a dos años en EEUU. Como podemos observar, la pendiente está a punto de invertirse (tan sólo a 50 puntos básicos) lo cual suele anticipar desaceleración económica y mercados de renta variable bajistas.

Evolución del Diferencial 2-10 Tesoro EEUU



Fuente: Bloomberg.

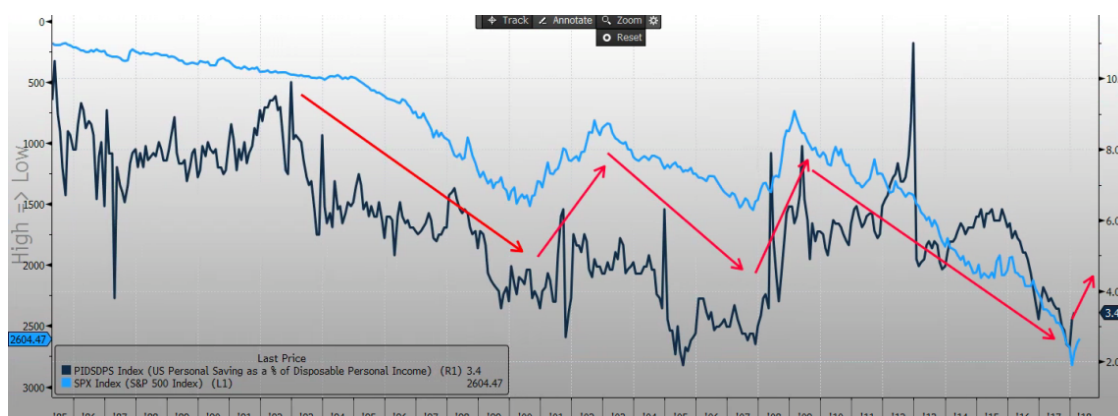
Por otro lado, y quizás el indicador más relevante para nosotros es la evolución de la tasa de ahorro.

Según la definición que facilita la Reserva Federal de St. Louis en su página web, la tasa de ahorro es generalmente considerada como la proporción de ingresos que es usada, bien para proveer de fondos a los mercados de capitales o para invertir en activos reales como la vivienda.

Es difícil ver a la tasa de ahorro en niveles inferiores al 2% por dos motivos principales: uno no tiende a gastar lo que no tiene, y las revisiones de los datos tienen un sesgo a elevar la tasa de ahorro. Es decir, el 2% puede ser considerado el mínimo técnico.

Como podemos observar en el gráfico siguiente, la correlación de la tasa de ahorro vs el S&P 500 (escala invertida) es muy elevada. Estamos en el entorno de los niveles mínimos marcados durante el período 2005-2008, los cuales coincidieron con los altos del S&P 500.

Evolución de la Tasa de Ahorro vs S&P500 (inverso)



Fuente: Bloomberg.

## Riesgo regulatorio

Este quizás sea punto que el mercado está empezando a valorar y que puede afectar seriamente a la capacidad de los mercados de renta variable a recuperar los niveles perdidos.

A raíz de la crisis del 2008 el sector tecnológico ha sido la piedra angular en la que se ha apoyado la economía americana para recuperarse. La escasez de recursos financieros, unos tipos de interés muy acomodativos y una inexistente presión regulatoria, creó el caldo de cultivo perfecto para una serie de compañías que se apalancaban en la economía colaborativa para reducir precios a los usuarios y otorgar una ventaja competitiva a la economía americana frente a sus competidores.

Recordemos que el primer smartphone fue presentado por Apple hace diez años aproximadamente (29 de junio del 2007). Los profundos efectos que estos terminales han tenido en nuestras pautas sociales y de consumo es algo de lo que estamos empezando a ser conscientes con escándalos como el de Cambridge Analytica. Y es que el famoso metadata que generamos como usuarios de estas tecnologías es una información potentísima que puede ser usada para "transformar el comportamiento de la audiencia".

Y es por esto mismo. Porque el statu quo de la clase política está en entredicho (recordemos lo que le ha ocurrido a la banca tras el rescate vivido y el efecto que este tuvo en los resultados electorales y el crecimiento de los populismos a nivel global, y que ahora podemos observar en las campañas en Facebook, o fake news en eventos políticos tan significativos como las elecciones norteamericanas, el Brexit o las elecciones catalanas). Porque el enriquecimiento de sus accionistas tras tantos años de competencia desleal (como califica Trump las prácticas de Amazon) afecta a otros sectores de la economía, que aportan más impuestos y puestos de trabajo a la sociedad. Y porque la sociedad está empezando a ser consciente de que nadie en su sano juicio pondría tal magnitud de datos personales y conocimiento en manos de ninguna compañía o gobierno que pueda utilizarlos en nuestra contra. Creemos que la posibilidad de una mayor presión regulatoria sobre los "fangs" puede aumentar el riesgo de rotación hacia otros sectores más atractivos en términos de valoración y que la confianza se vea afectada.

Un análisis sencillo del S&P 500 nos dice que un 29% de las compañías del índice presentan retornos negativos en el último año. Siendo el promedio de caídas cercano al -15%. Estas compañías tienen una capitalización bursátil algo superior a 5 trillones de USD (21% de la capitalización total del índice). La mayor parte de estas compañías son representantes de lo que se viene a llamar la vieja economía.

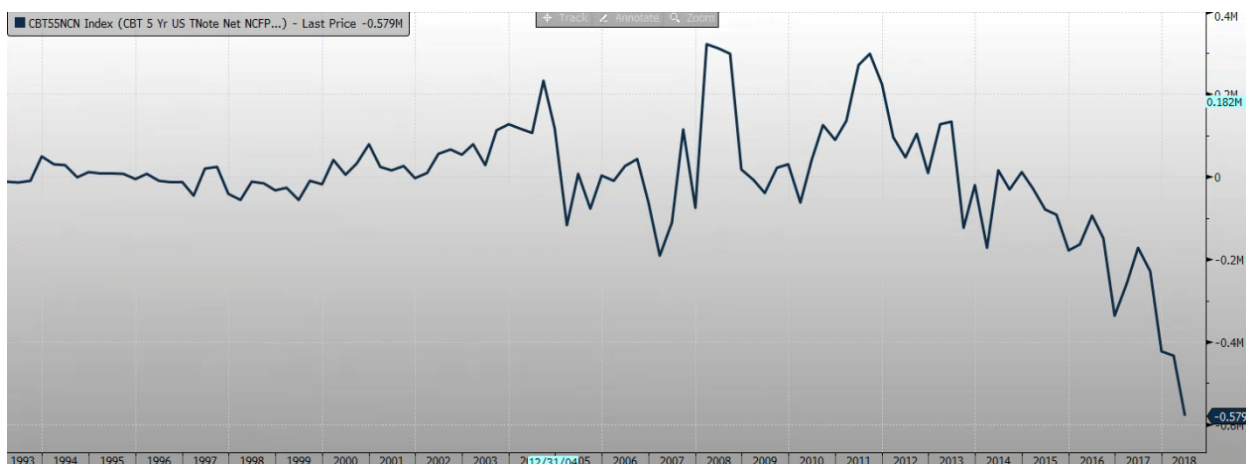
Por otro lado, los famosos fang (Facebook, Amazon, Netflix y Google), más Apple y Microsoft, representan el 1.2% de las compañías y tienen una capitalización de 3.5 trillones USD (15% del total). El retorno promedio de estas en el último año ha sido del 42%.

Un aumento de la presión regulatoria, para lo que ya se están preparando como explica hoy el WSJ en sus páginas, puede dejar de favorecer estas compañías en las carteras de los inversores, lo que ejercería una presión vendedora significativa en uno de los pilares del crecimiento y retorno de la renta variable en los últimos años.

## Como está posicionado el mercado

Quizás este sea uno de los puntos más importantes para evitar posiciones de consenso y vernos inmersos en posiciones con riesgos asimétricos. Para ello nos gustaría plantear una serie de gráficos que creemos son por sí mismos suficientemente reveladores.

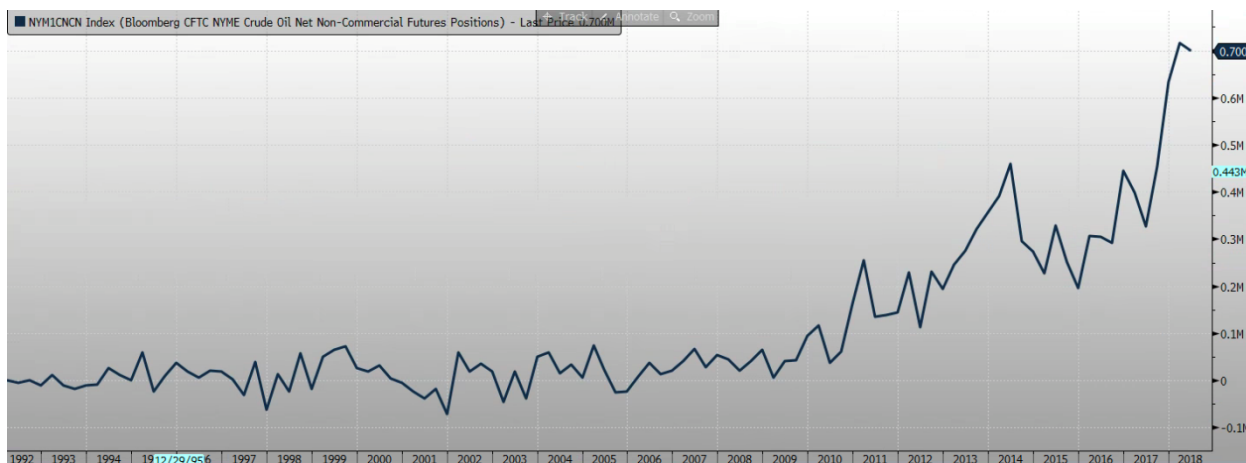
### Evolución del Posicionamiento Especulativo en los Futuros a 5 años del Tesoro EEUU



Fuente: Bloomberg.

El posicionamiento especulativo corto de futuros a 5 años (duración media del real money) está en cifras record históricas. Por otro lado, los inversores tienen posiciones largas record sobre futuros del WTI.

### Evolución del Posicionamiento Especulativo en Futuros del Petróleo



Fuente: Bloomberg

En el gráfico siguiente podemos observar que el comportamiento del barril de crudo es un factor importante en el nivel de tipos de interés americanos.

### Evolución del WTI vs el Tesoro a 10 años (-70 días)



Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, el USD, que ha roto todos los esquemas en lo que va de año se encuentra poco favorecido en las carteras de los inversores, estando su posicionamiento en mínimos de los últimos 10 años.

### Evolución del Posicionamiento Especulativo USD Index vs USD Index



Fuente: Bloomberg.

Aunque el dólar parece presentar una elevada correlación con el diferencial Libor OIS que mencionábamos en nuestra nota anterior y que el posicionamiento se presenta excesivamente corto de USD, la actual posición de la administración Trump y su guerra comercial con China consideramos favorece, por otro lado, un dólar débil, sobre todo contra aquellas economías a las que acusa de dumping comercial. Así pues nuestra visión es más neutra aquí.

### Evolución del Diferencial Libor OIS vs el Dólar Index (-90 días)



Fuente: Bloomberg.

### ¿Y entonces?

Y entonces nos encontramos ante una de las mayores encrucijadas de los últimos años.

Por un lado tenemos un mercado que ha descontado en exceso un escenario de crecimiento económico e inflación. Por otro tenemos un banco central preocupado por las presiones inflacionistas de un mercado laboral algo tenso. Además, tenemos una administración que no está dispuesta a seguir permitiendo a China, y otros estados con superávits económicos, a seguir devaluando sus divisas, y parece no tener reparos a tensar la cuerda hasta salirse con la suya (veamos lo que ocurrió con Corea del Norte, hasta que han accedido a sus pretensiones y han anunciado que se sientan a dialogar su posible desarme). Adicionalmente existen riesgos regulatorios elevados en un sector clave para la recuperación económica (y también el proceso deflacionista que hemos vivido) y unas políticas proteccionistas que pueden aumentar las presiones sobre precios.

Y por encima de todo esto están los retornos potenciales de los activos, históricamente bajos en términos absolutos. Por eso la pregunta que hemos de hacernos es, ¿está el riesgo que asumimos adecuadamente remunerado?