

# Perspectivas Rentamarkets

Segundo trimestre 2019

---

# Índice

# 01

---

**Carta introductoria****4**

---

# 02

---

**Perspectivas macroeconómicas  
y de renta fija: Experimentos en política  
monetaria****6**

---

Giro de 180 grados	8
Short covering	8
Economía Goldilocks	9
Conclusión	10

---

# 03

---

**Perspectivas de renta variable:  
Llega la desigualdad****14**

---

La guerra comercial entre Estados Unidos y China	14
El modelo multinacional europeo	15
El Brexit	16
La situación económica en Francia	16
La inflación de costes	17
Perspectivas y posicionamientos	19
Conclusión	25

---

---

Apreciado cliente,

Bienvenido de nuevo a las Perspectivas Rentamarkets. Le agradecemos la buena acogida que tuvo la primera edición de este documento en el que, cada trimestre, le explicaremos el posicionamiento de nuestro equipo de expertos sobre la situación del mercado y sobre los puntos clave a los que prestar atención en los próximos meses.

Después de un 2018 desastroso para el mercado en términos de rentabilidades, en el primer trimestre hemos vivido un resurgimiento en la mayoría de activos de riesgo: **el optimismo parece haber vuelto**. Sin embargo, esta situación idílica se está dando gracias a la vuelta a las políticas expansivas por parte de los bancos centrales. ¿Se han olvidado del mandato de estabilidad de precios? ¿Qué pasará con nuestro poder adquisitivo? **¿Cómo podemos navegar en estas aguas y obtener las mejores rentabilidades posibles sin exponer nuestro patrimonio?**

En Rentamarkets creemos que para invertir con éxito es extremadamente importante tener una opinión propia, fundamentada en un análisis profundo. Y por este motivo contamos con un equipo de expertos contrastado y un modelo de trabajo fraguado a partir de décadas de experiencia en los mercados. Para apalancarnos en este conocimiento disponemos de la tecnología más puntera y de herramientas propias que nos permiten hallar las áreas de oportunidad que el mercado nos ofrece a la hora de invertir.


Pero lo más importante de todo es la complicidad total con nuestros clientes. Creemos ciegamente en nuestra propuesta de valor y por eso invertimos nuestro propio dinero en los mismos productos que le ofrecemos a usted: **si nosotros ganamos, usted gana**. No hay mejor manera de lograr buenos resultados que conseguirlos juntos.

Para acabar, deseo darle gracias de todo corazón por su confianza. En Rentamarkets trabajamos cada día para no quebrantarla y para proporcionarle el mejor servicio y las mejores rentabilidades.



**José Rodríguez**

Socio fundador  
y director general



“ Después de un 2018 desastroso para el mercado, en el primer trimestre el optimismo parece haber vuelto. ”



**José Rodríguez**

---

Socio fundador  
y director general

02

## Perspectivas macroeconómicas y de renta fija: Experimentos en política monetaria



**Ignacio Fuertes**

Socio fundador  
y director de inversiones

“ Hemos vivido la mayor  
recuperación desde el tercer  
trimestre de 2009 en términos de  
revalorización del S&P 500 ”

Apenas han transcurrido tres meses desde nuestras últimas Perspectivas, que comenzábamos con un resumen de la narrativa dominante del mercado a comienzos de año. Allí advertíamos que “ni la situación económica era tan mala, ni las valoraciones tan extremas”:

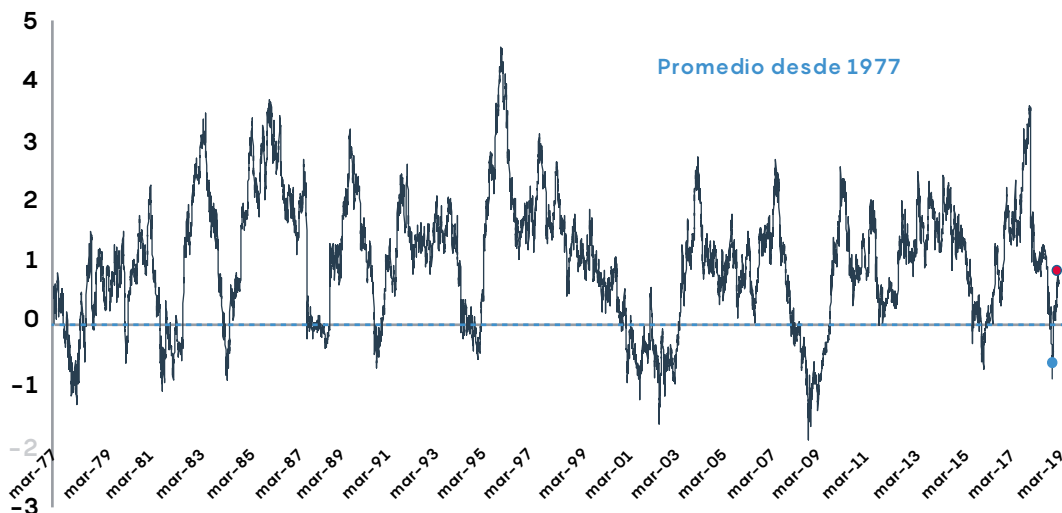
“...en 2019 esta se centra en la falta aparente de alternativas de inversión, la entrada de la economía en una desaceleración augurada por una siempre-inminente inversión de la curva de tipos americana y el auge de las tensiones geopolíticas a nivel global.”

En ella, concluíamos que combinar la alta iliquidez —debido principalmente a la presión regulatoria— y el sentimiento excesivamente negativo —prácticamente todos los activos acabaron en negativo el año— nos ofrecía nuevas oportunidades de inversión dada la magnitud de las dislocaciones. Además, **“para invertir con éxito es importante mantener un pensamiento original y apostar prudentemente contra el consenso”**.

“ El repunte de las valoraciones ha sido posible gracias al cambio de mensaje de los dos grandes bancos centrales y a una reducción del posicionamiento de los inversores ”

Desde entonces, y a un ritmo vertiginoso, hemos vivido una importante recuperación en la mayor parte de los activos de riesgo. Se trata de la mayor recuperación desde el tercer trimestre del 2009 en términos de revalorización del S&P 500.

El ratio de Sharpe de una cartera balanceada (60/40), medida que nos gusta revisar periódicamente porque refleja tanto el posicionamiento como el racional inversor, ha rebotado con fuerza de los niveles marcados a cierre del 2018, donde el pesimismo era máximo. De hecho, actualmente, hoy se sitúa cerca de su media histórica de los últimos 40 años.



*El ratio de Sharpe de una cartera 60/40 ha vuelto cerca de su media histórica. Fuente: Rentamarkets, Bloomberg.*

Este considerable repunte de las valoraciones de los activos financieros a nivel global ha sido posible, principalmente, gracias a dos factores:

1. Un cambio en el mensaje de los dos grandes bancos centrales: la Fed y el BCE.
2. Una reducción drástica en el posicionamiento de los inversores.

## Giro de 180 grados

El cambio en el mensaje de la Reserva Federal a finales de diciembre, con un mercado de renta variable derritiéndose, donde reconoció estar cerca del fin de las subidas de tipos y de su programa de ventas de activos, marcó el punto de inflexión necesario: quedó de manifiesto que la denominada *Fed put* sigue estando vigente bajo el mandato de Powell, permitiendo así a los mercados rebotar con fuerza.

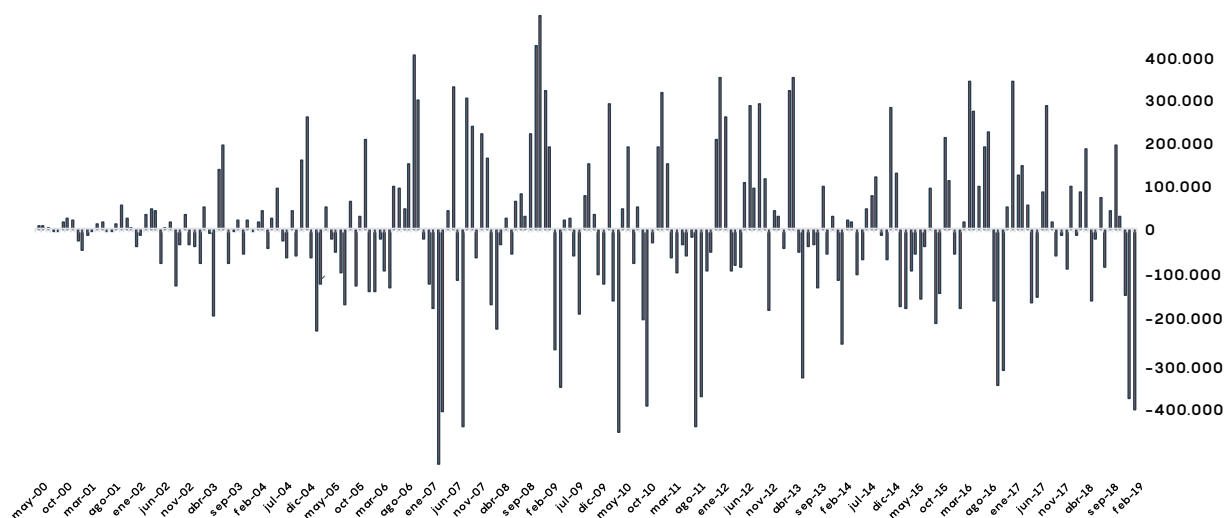
A continuación, a comienzos de marzo, en la segunda reunión del año del BCE, Mario Draghi anunció un retraso en la subida de tipos y una extensión a sus programas de liquidez (TLTRO). Estas medidas confirmaron la preocupación del banco central por el deterioro de la situación económica en Europa, así como por la incapacidad de la clase política para articular políticas que fomenten la actividad económica ante el deterioro de las economías en Europa.

Este cambio de 180 grados en ambos mensajes fue confirmado en la reunión que mantuvo la Fed el 20 de marzo, donde daba por concluidas las subidas de tipos para este año, y ponía fecha al fin del programa de venta de activos. **La principal conclusión que extraemos de ambos cambios de mensaje, y que nos preocupa sobremedida, es que economías tan endeudadas como las actuales parecen no ser capaces de soportar elevados niveles de tipos de interés.**

## Short covering

El otro factor que consideramos importante para explicar el consistente ritmo de recuperación en las valoraciones es el posicionamiento extremadamente precavido por parte de los inversores.

Como queda reflejado en el siguiente gráfico, las subidas de los dos primeros meses han sido aprovechadas por los inversores -que esperaban que continuasen las caídas del último trimestre de 2018- para reducir posiciones drásticamente en activos de riesgo. Esta reducción, una de las mayores en los últimos 20 años, ha posicionado las carteras con unas infraponderaciones importantes. Ello ha fomentado el **cuadro de coberturas** a medida que el precio ascendía, imprimiendo ritmo y consistencia a la recuperación.



*Reducción de posiciones en renta variable al mayor ritmo desde 2011. Fuente: Rentamarkets, Bloomberg.*



# Situación actual: economía Goldilocks

El término anglosajón *goldilocks* (ricitos de oro) es utilizado en finanzas para describir una economía en su estado óptimo o ideal. La expresión, al igual que en el cuento infantil Ricitos de Oro y los tres ositos, describe una economía con un ritmo de crecimiento tal que permite el pleno empleo y la estabilidad económica, y además este crecimiento no es ni lo suficientemente fuerte para generar presiones inflacionistas, ni lo suficientemente débil para generar una recesión. En este entorno, que se caracteriza por tipos de interés bajos, así como por una reducida volatilidad en las lecturas de actividad e inflación, los activos financieros muestran un buen comportamiento y tienden a apreciarse.

El trabajo de los bancos centrales, a través del uso de la política monetaria —y de otras medidas no convencionales—, es el de mantener las economías en este estado óptimo el mayor tiempo posible. En esta situación las bolsas ascienden respaldadas por el crecimiento en el beneficio de las compañías, y los bonos y el sector inmobiliario también, al no preverse subidas de tipos en el medio plazo.

Desde el último trimestre de 2009 Estados Unidos parece estar inmerso en este escenario óptimo de crecimiento, tan sólo superado por unos pocos meses durante el mandato de Clinton (junio 1991 — marzo 2001). Todo apunta a que el actual ciclo económico pasará a la historia moderna como el más largo. La reserva Federal, en su último comité, no sólo anunció el fin del programa de ventas de activos y de subidas de tipos en lo que queda de año, sino que además anunció una revisión exhaustiva de sus políticas monetarias.

La denominada *curva de Philips*, que determina la relación en el mandato dual de su política monetaria —una inflación estable y el pleno empleo—, parece estar hoy más en duda que nunca. La falta de inflación, justificada por los avances tecnológicos, el envejecimiento poblacional y el efecto China, preocupa sobremanera a la Fed de cara a la próxima recesión. Es precisamente el anclaje de las expectativas de inflación en el 2%, objetivo del mandato, el que inquieta a la Fed. No en vano, este banco central está **evaluando alternativas al objetivo actual** para poder combatir más efectivamente una futura caída de precios.

La inversión en la curva de tipos de interés parece ser más un efecto de la credibilidad de la Fed en el control de la inflación que un augurio de recesión en el corto plazo. La desconexión en la relación entre empleo e inflación supondría el fin de la política monetaria tal y como la conocemos. Y aunque Estados Unidos no se encuentra aún en esta situación tan desesperada, sí deja de manifiesto el objetivo: evitar la **japonización** durante la próxima recesión.

La vuelta de los principales bancos centrales a políticas monetarias expansivas hará que les sea imposible alcanzar el objetivo de inflación del 2%. Debido a esto, las políticas monetarias ortodoxas, así como relaciones básicas como la que señala la curva Philips, no son suficientes para explicar las dinámicas inflacionistas de hoy en día. Es por ello que teorías como la MMT (**Modern Monetary Theory**), que **critica en esencia la visión de que las políticas fiscales estén sujetas por la capacidad de los estados de emitir deuda**, cobran cada vez más fuerza. La noción de que los estados no pueden entrar en bancarrota porque son los creadores de la moneda parece no contar con memoria histórica: tenemos un caso bien reciente en Venezuela.

**Pensar que las desviaciones de las políticas monetarias ortodoxas –como el aumento de los objetivos de inflación o la capacidad ilimitada de los estados de crear moneda– no tendrán consecuencias indeseadas nos parece cuanto menos atrevido.** Los experimentos en política monetaria, que intentan perpetuar la economía goldilocks y que sustituyen a las políticas fiscales, parecen no tener fin en las economías avanzadas. A pesar de haber ganado batallas, aún parecen estar lejos de ganar la guerra. **Es por ello que cada vez dudamos más de la capacidad de la liquidez de mantener el poder adquisitivo a medio plazo.**

## Conclusión

En definitiva, parece que aún no es el turno de una recesión y que el deterioro de los datos macro es más bien transitorio. Al contrario que en 2015, donde la ralentización de los datos en EE. UU. y China llevó a los números rojos a los mercados financieros globales, esta vez el fantasma de la deflación parece no estar presente ni en los datos ni en las expectativas. Por este motivo, estos crecimientos e inflaciones moderadas apuntan a una continuación de la economía goldilocks, con el consecuente impacto en el precio de los activos financieros.



*Ilustración: Goldilocks and the Three Bears,  
de Damian Buzugbe*



“ *Pensar que las desviaciones de las políticas monetarias ortodoxas no tendrán consecuencias indeseadas nos parece, cuanto menos, atrevido.* ”



03

## Perspectivas de renta variable: Llega la desigualdad



**José Díaz**

Gestor de inversiones  
renta variable



**Juan Díaz-Jove**

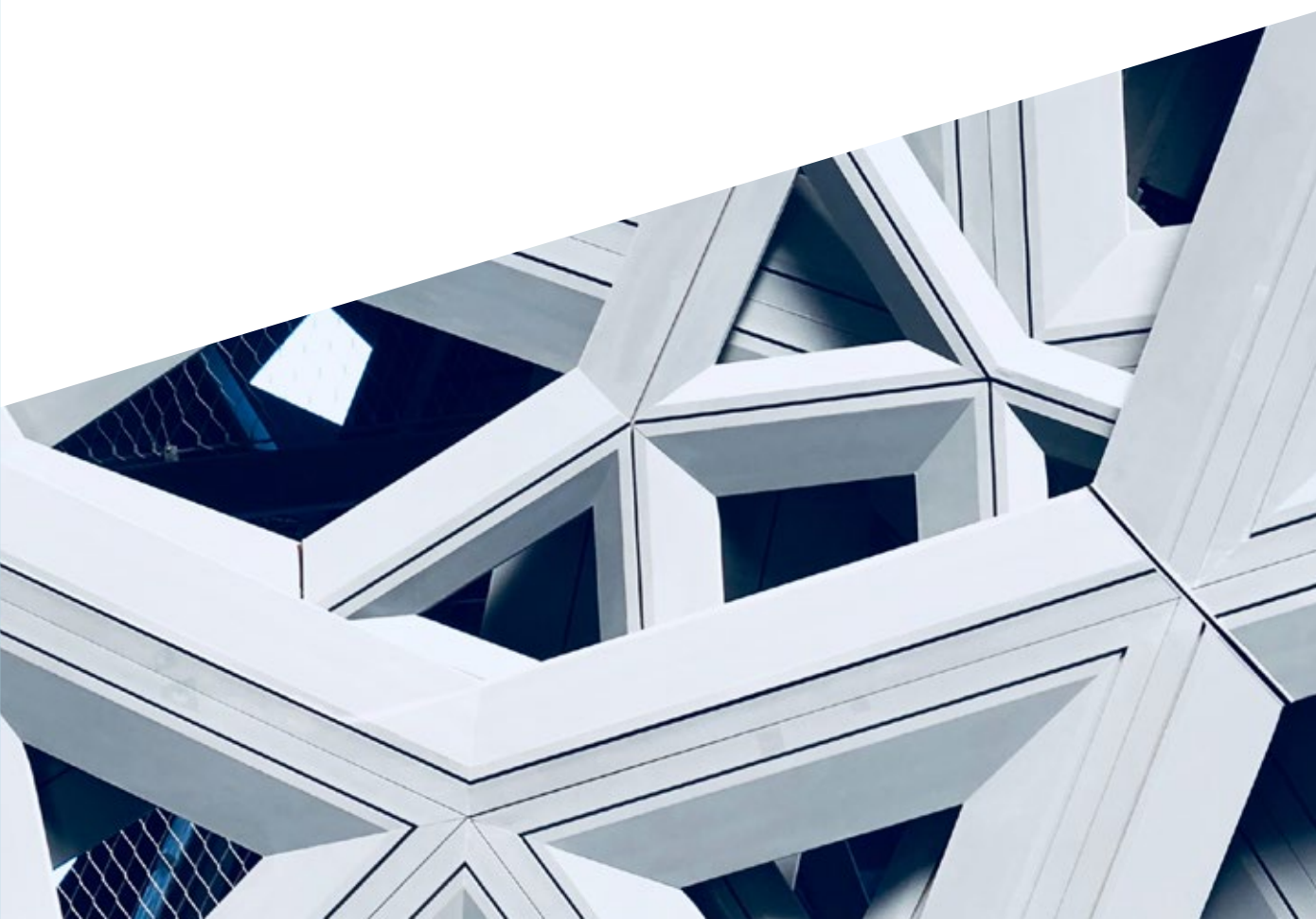
Gestor de inversiones  
renta variable

“ El conflicto económico entre EE.UU. y China plantea dudas que van más allá de unas meras décimas de crecimiento arriba o abajo en la economía mundial. ”

Las perspectivas macro de 2019 que nos han dejado las empresas europeas en sus presentaciones anuales de resultados contrastan con las que teníamos al principio de 2018. Entonces, se esperaba un crecimiento global coordinado y paralelo entre todas las economías. Hoy, en cambio, **se apunta a un crecimiento desigual**. Así, en Estados Unidos esperan un crecimiento positivo y sostenible, aunque habiendo perdido algo del ímpetu producido por la rebaja fiscal de Trump. La visión sobre China es también, en términos generales, positiva. Como veremos, las expectativas a corto plazo del país asiático varían en función del sector en el que opera cada empresa, pero, a largo plazo, todas ellas encuentran en China el motor de su crecimiento. Por último, **respecto a Europa, la perspectiva generalizada es negativa**, en el mejor de los casos.

Más allá de las visiones regionales, los comentarios macro de mayor importancia han girado en torno a la guerra comercial entre Estados Unidos y China. Los CEOs de las grandes multinacionales europeas se han mostrado muy preocupados por las **consecuencias que una reducción del libre comercio podría tener en sus modelos de negocio**. Estos fueron diseñados para operar en un entorno de globalización económica y coexistencia pacífica de las potencias, no en uno de fricción. Declaraciones como las realizadas por Andrew Mackenzie, CEO de BHP, son una buena muestra de este sentimiento de preocupación: el reciente cambio [de las grandes potencias] hacia políticas proteccionistas dinamita la confianza y bloquea el comercio. Añade, a continuación: el libre flujo de capitales, de bienes, de servicios y de ideas a lo largo del mundo sostienen el crecimiento mundial y apuntalan la riqueza de las compañías y de los países que las acogen. Un cambio en los patrones del libre comercio, por tanto, no sólo afectaría a la marcha de las empresas, sino que, más importante aún, tendría un profundo impacto en las sociedades que las albergan.

El periodo de tensión iniciado en 2017 supone la primera gran prueba del proceso de globalización iniciado tras el final de la Guerra Fría. El conflicto económico entre Estados Unidos y China plantea dudas que van más allá de unas meras décimas de crecimiento arriba o abajo en la economía mundial. ¿Qué posición ocupa Europa en esta partida? ¿Cómo afecta a la transición económica y social de China? ¿Qué implicaciones tiene sobre los modelos de negocio de las compañías multinacionales? Todas son cuestiones capitales, comentadas recurrentemente durante la última temporada de presentación de resultados. A continuación, las repasaremos.



# La guerra comercial entre Estados Unidos y China

Al hablar de la guerra comercial, la mayor parte de empresas se centraron en su exposición a China. A pesar de haber tenido una tasa de crecimiento menor que la del año pasado, China mantuvo ritmos superiores al 6%. En una economía tan grande como la china, un 6% de crecimiento da para mucho, como advierte Air Liquide. En algunos sectores, las inversiones siguen siendo extraordinarias. En concreto, en los nichos más relacionados con el desarrollo de su concepto de sociedad del bienestar y en su transición de economía exportadora e industrial a importadora y demandante de servicios, la tendencia se ha acelerado. **El gobierno chino tiene como prioridad impulsar el desarrollo de su país y las empresas europeas están aprovechando ese impulso** para hacer negocios.

Schneider Electric, por ejemplo, apunta a la digitalización de China como un tema principal para ellos. Jean-Pascal Tricoire, su CEO, explica que China está consiguiendo avances significativos en la descontaminación ambiental de sus ciudades, en la eficiencia de sus fábricas y en la mayor competitividad de su industria. **Ya no es el productor barato del mundo, sino un líder tecnológico.** Las mayores oportunidades para Schneider Electric están en el sector transporte, el hospitalario y el de gestión de aguas, todos ellos relacionados con el objetivo del desarrollo de la sociedad china. También el sector de la salud ofrece oportunidades de crecimiento para compañías farmacéuticas y empresas fabricantes de equipos y maquinaria hospitalaria, como Philips. Otras, como Veolia, están encontrando buenas oportunidades de negocio relacionadas con la gestión de residuos tóxicos, aguas industriales y otras medidas que el gobierno está imponiendo para mejorar la calidad del aire y del agua. Por último, las compañías de automoción desatacan que China se encuentra a la vanguardia en e-mobility, tanto en desarrollo tecnológico como en infraestructura.

Estos cambios en el modelo económico modifican también los patrones de consumo del país. Muchas compañías europeas están aprovechando estas nuevas tendencias. El comercio online, además de estar creciendo a tasas de doble dígito (por encima del 15% en el primer trimestre de 2019), ofrece nuevas oportunidades estratégicas. En esta línea, L'Oreal señala que la digitalización implica un nuevo impulso para su negocio, tanto en términos de capilaridad y penetración como de fortalecimiento de marca. De hecho, las marcas son muy apreciadas en China, lo que ha permitido a compañías como Pernod-Ricard o Adidas ir elevando su mix de negocio hacia niveles más premium. Por último, las empresas de lujo han tenido un excelente año en China, como han indicado Richemont, Kering y LVMH, algunas con crecimientos de doble dígito.

Así que, dependiendo del sector en el que operan las compañías europeas con exposición a China, las hay que han tenido un 2018 muy bueno y otras, en cambio, muy malo. **La guerra comercial es la principal causante de este comportamiento desigual.**

Una de las reflexiones más recurrentes durante este periodo de presentación de resultados es que si China, como parte de la solución de la guerra comercial, tiene que comprarle más productos a Estados Unidos, de algún sitio tendrá que dejar de comprarlos. Probablemente, ese sitio sea Europa. **¿Qué dejarán de comprarnos los chinos?** Lo que tengan que comprar en Estados Unidos. Eso no son productos de lujo, ni productos de consumo marquista, sino productos industriales, maquinaria y automoción. Precisamente esos han sido los sectores más castigados durante 2018.

El mercado ha escuchado los mensajes que están lanzando las compañías y, consecuentemente, desde los mínimos del año pasado el S&P500 ha subido un 21%, la bolsa china acumula ganancias del 16% y el DAX alemán, en cambio, ha recuperado un 13%. Las perspectivas de una macro más benigna en Estados Unidos y China, frente a otra más débil en Europa, están siendo recogidas por el mercado.

# El modelo multinacional europeo

La guerra comercial entre Estados Unidos y China no es un hecho aislado, sino que está enmarcado dentro de un conflicto más duradero entre la principal potencia hegemónica y su rival más directo. **Este conflicto, con sus procesos de escalada y de-escalada, va a continuar durante las próximas décadas** y, de fondo, se irá volviendo cada vez más tenso. Esto implica, necesariamente, un replanteamiento en los patrones de libre comercio del mundo.

El modelo de multinacional europea, con centros de producción deslocalizados y líneas de suministro y fabricación muy extensas, sólo tiene sentido en un mundo globalizado y pacífico, en el que el comercio mundial fluya. En ese entorno, el modelo multinacional es muy eficiente y competitivo. Sin embargo, si la integración económica se reduce, el modelo europeo puede encontrar problemas serios. Así lo han apuntado empresas del tamaño de ABB, BMW, Volkswagen o Siemens. Algunas de ellas, incluso, destacan que su presencia local y su elevado grado de integración vertical en las diferentes regiones suponen, hoy, una ventaja competitiva frente a otros modelos más descentralizados. Esta es una de las nuevas narrativas que aparecieron durante el año pasado y que contrasta con los mensajes de globalización de las últimas décadas.

Por primera vez, **este escenario de menor integración económica está siendo tenido en cuenta a la hora de hacer los planes de inversión** y de diseñar la longitud de las líneas de suministro. La gran novedad es que no son pocos los que creen que ésta puede ser la gran oportunidad de Europa: un renacer de la inversión en el Continente, apoyado sobre la tecnología, la robótica y la digitalización. Ninguna empresa plantea un vuelco radical, pero sí una cierta reversión del abandono que había sufrido Europa desde el comienzo de la crisis de 2007. Esto, que hace unos años podría sonar a ciencia-ficción, adquiere más credibilidad después de oír a Electrolux diciendo que la automatización de sus plantas en Suecia les está permitiendo competir contra las empresas turcas, cuya ventaja tradicional era tener una mano de obra barata. Un modelo así podría tener un encaje perfecto dentro de la Europa del poder blando, de los valores y de la sostenibilidad. **El tiempo dirá si gracias la Industrialización 4.0 somos capaces de desarrollar en Europa un Estado del Bienestar 2.0.**





## El Brexit

La incertidumbre que rodea al Brexit no se aprecia únicamente en el plano político. **Las empresas se muestran bastante indecisas respecto a las posibles repercusiones en términos de ventas y resultados.** La compañía que de manera más explícita ha unido el Brexit con un descenso significativo en la rentabilidad de sus operaciones es la irlandesa CRH, dedicada al sector de materiales de construcción. Es lógico que este sector sea de los primeros en estar afectados por el Brexit por el impacto que un proceso de esta envergadura tiene sobre la confianza inversora. Veremos si esta tendencia se contagia a otros sectores en 2019.

Frente al Brexit, lo que sí están haciendo las empresas de manera generalizada es asegurar sus líneas de suministro y producción. Aplican la misma solución que a la guerra comercial, pues **el Brexit también supone una amenaza para el comercio internacional.** Aquí queremos destacar los comentarios de la farmacéutica inglesa Astrazeneca. Según dice su CEO, conforme el Reino Unido se vaya alejando del Continente, la compañía tendrá que reducir la interdependencia entre ambas regiones, hasta el punto de que ya ha duplicado algunas de las partes más sensibles de su cadena de suministros (como los 27 centros de testing clínico que ha abierto en el Continente), ha resituado parte de los inventarios de medicinas almacenados en Reino Unido en zonas de la Europa continental y ha tenido que aumentar el stock de medicamentos bajo petición de la UE y del gobierno inglés. Muy significativo, tratándose de una compañía inglesa de bandera.

Por el lado de la dialéctica política, nos gustaría destacar los comentarios de Deutsche Börse y de BAE Systems, si bien por motivos bien distintos. La primera se sitúa a la cabeza de las compañías europeas antiBrexit. Y aunque dicen desear que todo el proceso dé marcha atrás, están aprovechando para invertir en algunos negocios en los que esperan robarle una buena porción de cuota de mercado al London Stock Exchange. Recuerda a aquel enterrador que afirmaba que mal no le desea a nadie, pero trabajo que no falte.

Los comentarios de BAE Systems son algo más siniestros, como cabe esperar del fabricante del Eurofighter Typhoon, del carro de combate Challenger 2 y de los submarinos nucleares Clase Astute. Su CEO, Charles Woodburn, advierte que BAE Systems apoyará al gobierno inglés en alcanzar su objetivo de mantener al Reino Unido como jugador principal en ámbito de la defensa europea en la era post-Brexit y en fortalecer las relaciones bilaterales con sus socios europeos más relevantes. Los ingleses, al igual que sus primos norteamericanos, están pasando del multilateralismo al bilateralismo. El tiempo dirá qué segundas derivadas inesperadas despiertan ambas dinámicas.

“*Las empresas se muestran bastante indecisas respecto a las posibles repercusiones del Brexit en términos de ventas y resultados.*”

## La situación económica en Francia

La situación macro en Francia está empeorando con mucha rapidez y en varios sectores al mismo tiempo. Son reveladores los comentarios que hace Vinci sobre su mercado inmobiliario, que ya empezó a mostrar signos de debilidad a mediados de 2018. La compañía francesa advirtió de que habían visto el pico del ciclo en 2018 y que, a futuro, esperan tener tasas de crecimiento negativas. El tiempo les está dando la razón y en 2019 vere-



mos su impacto en las cuentas (por aspectos técnicos de este mercado, existe un retraso de unos 6-9 meses entre lo que ocurre en la realidad y su reconocimiento contable). La sueca Assa Abloy, relacionada también con el mercado de la construcción, anunció que en Francia lleva sufriendo una fuerte desaceleración desde la segunda mitad de 2018 que ha continuado en los primeros meses de 2019. Algo similar dice Saint Gobain, anunciando que el sector de la construcción francés tendrá que ser soportado por la renovación en 2019. La nueva construcción se enfrenta a una desaceleración como anticipa el descenso en los nuevos permisos de construcción concedidos durante 2018.

Al pesimismo con Francia, en concreto con su sector industrial, se suma también la empresa de trabajo temporal Adecco, mostrando unos números muy flojos en 2018. La compañía suiza es un barómetro muy aproximado de lo que ocurre en el mercado laboral de los países en los que opera. Incluso una empresa tan defensiva como Unilever, declara que las condiciones en Francia continúan siendo extremadamente difíciles, con caídas en las ventas en todas sus categorías de productos excepto los helados (suponemos que esto de los helados tendrá algo que ver con que el deterioro de Francia se haya acentuado, especialmente, durante la última parte del año).

Si unimos la frágil situación económica en la que se encuentra Francia a la enorme exposición que tiene la economía alemana a China, **ya tenemos amenazados a los dos principales motores del Continente**. Seguimos acumulando indicios de que Europa, con su modelo económico actual, puede ser la verdadera perdedora de la guerra comercial entre Estados Unidos y China.

## La inflación de costes

Después de una década de deflación, durante la primera mitad de 2018 **empezamos a oír algunas voces que, tímidamente, advertían de un cierto proceso inflacionista**. Durante la última parte del año, a pesar de la desaceleración, esas voces continuaron.

La mayor parte de los comentarios sobre presiones inflacionistas se centraron en la inflación energética. El precio medio del petróleo durante 2018 estuvo un 31% por encima del precio medio de 2017. Este hecho implica presiones en costes directas, como consecuencia de la subida del precio del barril, pero también de manera indirecta por su impacto en el coste del transporte (muchas compañías especifican que en Estados Unidos el coste del transporte se ha disparado), el coste de la electricidad, el coste del PET, el coste del petro coke, del asfalto y del thermal coal. Entre las empresas más afectadas por esta dinámica se encuentran: CRH, Lafarge-Holcim, Anheuser-Busch, Henkel, Saint Gobain, Nestlé y Danone (específicamente en sus negocios de agua en Estados Unidos), Rio Tinto y otras mineras, Pernod-Ricard y Diageo, entre otras. Está afectando, por tanto, a todo tipo de compañías en prácticamente todos los sectores.

Por la parte de los costes laborales, parece que únicamente están presionando en Estados Unidos y, en menor medida, en Reino Unido. Así lo han expresado empresas como Ahold y Compass. Entre las compañías de trabajo temporal encontramos cierta disparidad de opiniones. Para Adecco, la inflación laboral estará en la zona del 1%-2%, excepto en países como Estados Unidos, Alemania y Japón, donde las profesiones más demandadas tendrán inflaciones entre el 2% y el 4%. Randstad, por su parte, centra las presiones inflacionistas en Estados Unidos, con lecturas en la zona del 3%. Veolia también señaló cierta inflación laboral por subidas en los índices de precios que rigen algunos de sus contratos. En general, tal vez con la excepción de Estados Unidos, las empresas aún no están viendo una subida general de la inflación salarial en Europa. Aunque, como

advierte la francesa Elis, las subidas en los salarios mínimos inyectan presión en la inflación salarial desde su misma base.

**Respecto a los costes de los alimentos**, son muy significativos los comentarios de Compass al decir que han experimentado inflación en todos sus mercados. También Danone ha sufrido por culpa del precio de la leche, del azúcar y de las frutas. Por último, si Pernod-Ricard apunta a que ha tenido inflación en la mayoría de sus materias primas, Diageo especifica un poco más y acusa de ello al precio del agave y de los cereales. De nuevo, **las lecturas no son preocupantes, pero su mera mención ha de despertar nuestro interés.**

Por último, varias empresas han advertido del daño que les está produciendo la inflación vinculada a los metales industriales. Los cierres de capacidad en China que, por motivos ambientales, están ocurriendo de manera paralela a una demanda creciente, imprimen tensión en el mercado global de las materias primas. Entre las compañías más perjudicadas por la subida del precio del acero y del aluminio, encontramos nombres como CRH, Anheuser-Busch, Assa Abloy y BMW, entre otras empresas industriales y de construcción. De nuevo, la presión inflacionista se cuela por todos los sectores de actividad, desde los más defensivos a los más cíclicos.

Antes de terminar, queremos resaltar otro tipo de inflación que afectará especialmente a las compañías marquisistas de los sectores más defensivos: nos estamos refiriendo al **incremento en los presupuestos de publicidad y marketing, con el que intentarán defender a sus marcas de los ataques de los productos marca blanca**. Es llamativo que empresas de distribución minorista como Ahold y Tesco comenten positivamente las oportunidades que están encontrando en el desarrollo de las marcas blancas. Algunas empresas del sector de la distribución, de hecho, están planteándose un proceso de integración vertical con algunos productores de marca blanca. ¿Quiénes son los perdedores de este proceso? Compañías como Bayer, Henkel, Reckitt y Beiersdorf que, para proteger su posición competitiva, se están viendo obligadas a destinar mayores recursos al fortalecimiento de sus marcas.

Aunque a largo plazo hay buenos argumentos para justificar la continuación del entorno de desinflación que estamos viviendo (como un crecimiento de la población anémico y las mayores eficiencias generadas por las mejoras tecnológicas, por citar algunos), a corto y medio plazo no podemos descartar procesos inflacionistas más o menos puntuales y de mayor o menor calado. Según apuntan las compañías europeas, es posible que estemos viviendo el comienzo de uno de esos procesos.

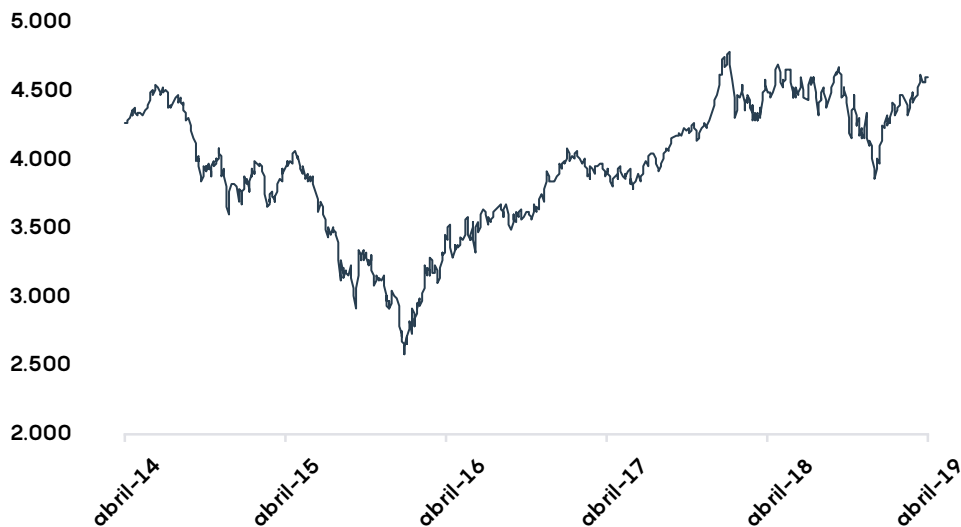
## Perspectivas y posicionamientos

### Inflación y materias primas

Compartimos las palabras dichas por Bernard Arnault, CEO de LVMH, durante su último encuentro con analistas: posiblemente, **la próxima recesión llegará como consecuencia de una subida de tipos o, en general, de un cambio en las políticas monetarias.**

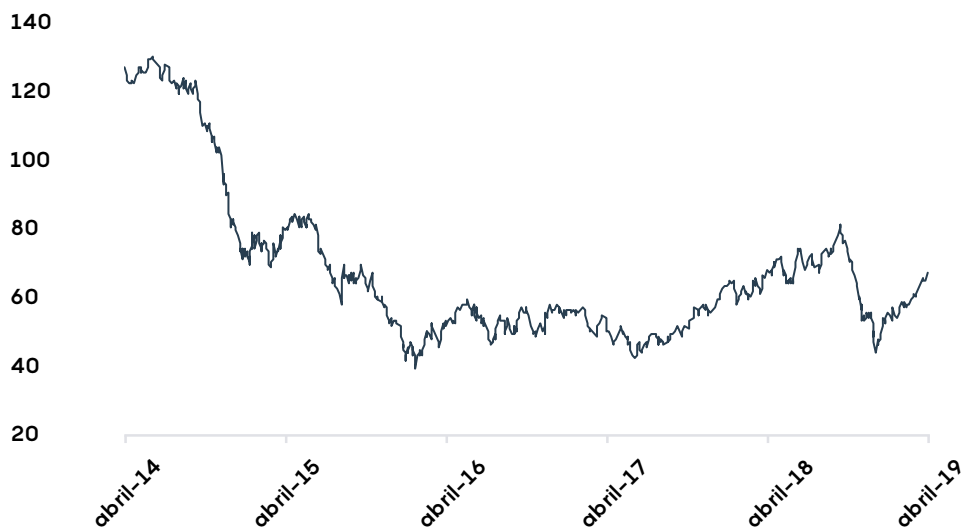
Dado que las subidas de las materias primas han sido las causantes de la mayor parte de las presiones inflacionistas, tendremos que tener el foco puesto en la evolución de sus precios. Hay cuatro gráficos especialmente relevantes de cara al 2019 que tendremos que vigilar:

1) EL índice CRB de materias primas



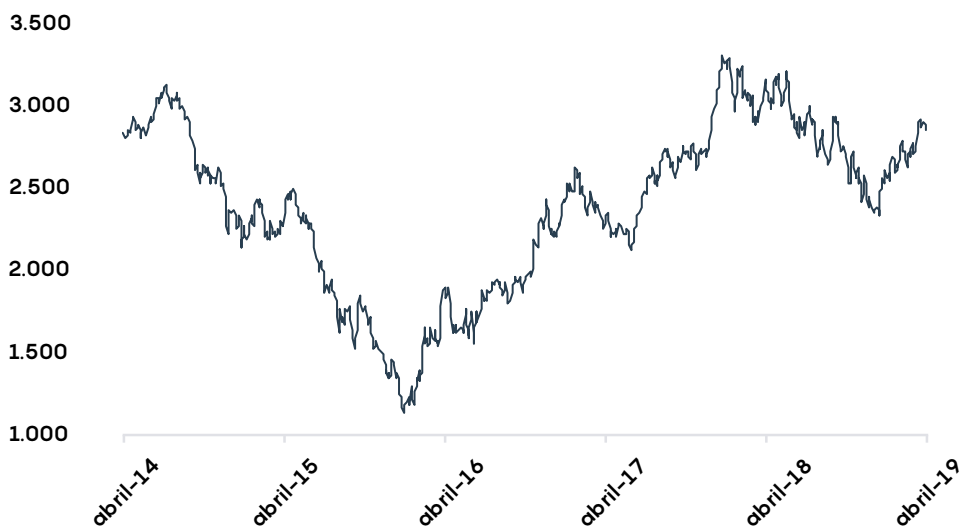
Fuente: Bloomberg.

2) La evolución del precio del petróleo



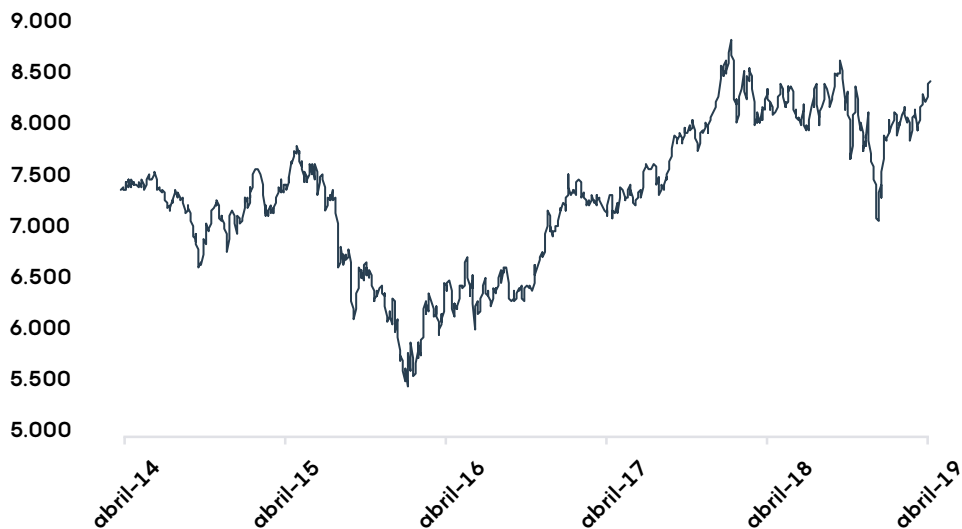
Fuente: Bloomberg.

3) La evolución del índice de metales industriales



Fuente: Bloomberg.

4) La evolución de las materias primas agrícolas



Fuente: Bloomberg.

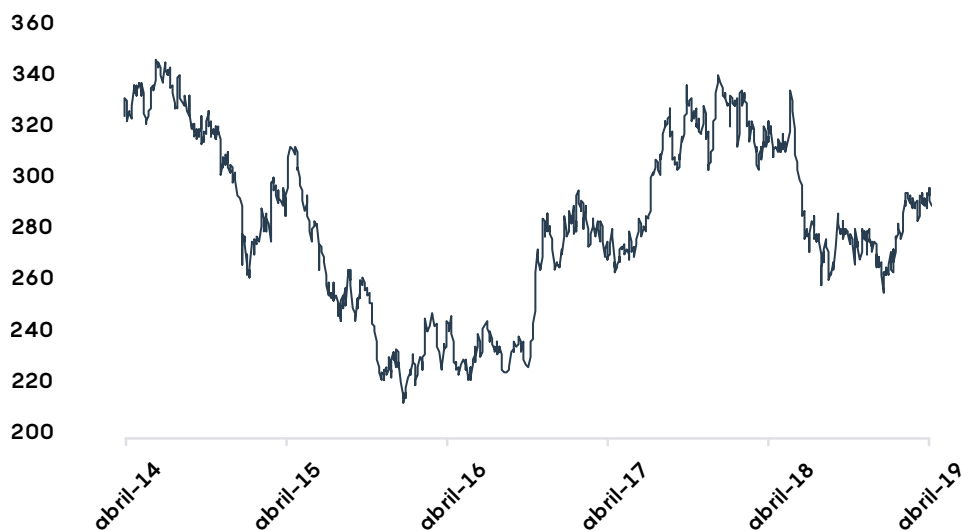
Desde el punto de vista fundamental, conviene señalar algunos de los comentarios realizados por las empresas europeas relacionadas con el sector de materiales básicos y de petróleo y gas.

En el mercado del petróleo, siempre son útiles las indicaciones de BP. Los niveles actuales de inventarios se sitúan por debajo de la media de los últimos cinco años. Gracias a la demanda de China e India, esperan que el crudo se comporte bien, al menos, durante la primera parte del año. En la segunda mitad, en cambio, se muestran más cautos debido a la desaparición de algunos cuellos de botella en el midstream americano. Por el lado de las compañías petroleras, el entorno presentado es muy benigno, especialmente porque ninguno de los productores está sintiendo inflación en sus costes operativos, gracias al enorme exceso de capacidad que aún queda en el sector. **Precios altos de la commodity y costes operativos bajos anticipan unos flujos de caja libre altos para estas compañías.**

“Dado que las materias primas han sido las causantes de la mayor parte de las presiones inflacionistas, debemos tener el foco puesto en la evolución de sus precios.”

Respecto al gas natural, BP advierte que los niveles actuales de inventario son bajos y, por tanto, los precios están expuestos a cualquier tipo de shock durante los próximos meses. Si tenemos en cuenta que el precio de la sosa cáustica ha subido durante 2018, los inversores en empresas consumidoras de cristal (tanto si son productos planos, como ventanas y parabrisas, como si son productos huecos como botellas) deberán estar especialmente pendientes de este punto. A medio y largo plazo, el cambio en las políticas ambientales chinas, que estimulan a quemar gas natural en vez de carbón, supondrá una demanda sostenida adicional en este mercado y, por tanto, nuevas presiones alcistas en los precios. BP identifica que los riesgos en el mercado del gas natural son hacia arriba.

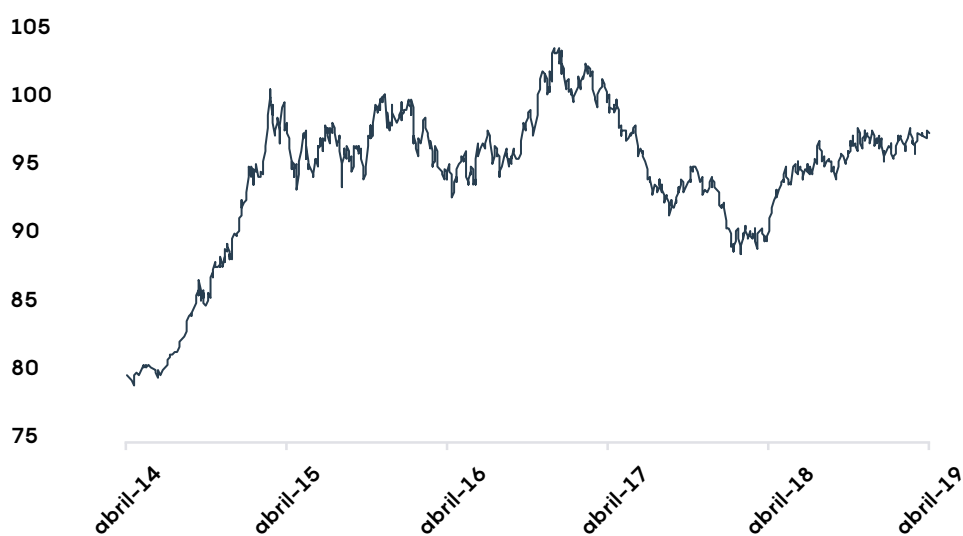
Por la parte del cobre, los fundamentales también parecen buenos: la demanda crece de manera sostenida (China representa el 50% de la demanda mundial), la calidad de los grados está cayendo, los costes de producción están subiendo, la disponibilidad de agua sigue limitada, los niveles de inventario son bajos y no aparecen grandes proyectos de calidad con los que incrementar la oferta. Todo ello impide que los productores puedan satisfacer la demanda de forma barata y auguran nuevas subidas en el precio de este metal.



Fuente: Bloomberg.

Muchos de los mercados de metales industriales están presionados por dos fuerzas inflacionistas. La primera se centra en que las inversiones del sector siguen estando un 50% por debajo del pico que alcanzaron en 2012. Prácticamente todas las empresas del sector comentan, de manera más o menos explícita, que han aprendido la lección y que ahora son más estrictos a la hora de iniciar planes de inversión. Veremos lo que les dura. La segunda gran fuerza inflacionista son los cierres de capacidad que están ocurriendo en China como consecuencia de la implantación de medidas medioambientales más severas. Este fenómeno se está dejando notar especialmente en el caso del zinc, del plomo, del vanadio, del aluminio, del cobre, del acero y del hierro.

Por último, al hablar del precio de las materias primas es necesario nombrar al dólar. Como regla general, las subidas en el Dollar Index presionan a la baja al precio de las commodities, mientras que las caídas en la divisa norteamericana soportan el precio de las materias primas. Por este motivo, **2019 es un año en el que el dólar tendrá una importancia capital, especialmente si lo relacionamos con cualquier cambio en la política monetaria de la FED y con su posible impacto en las materias primas.** El dólar, por tanto, es el punto de unión entre estos mercados.



Fuente: Bloomberg.

## Fundamentales y valoraciones en renta variable europea

Centrándonos ya en la renta variable, hemos seleccionado entre todo nuestro universo de cobertura a las 50 compañías multinacionales de corte industrial más expuestas a los puntos que hemos ido tocando a lo largo de este informe. Por tener sus propios ciclos hemos dejado a parte a las compañías financieras, las inmobiliarias y, en general, todas las defensivas, como utilities, alimentación y bebidas, etcétera.

En la siguiente tabla vemos la evolución histórica de algunas de las métricas de análisis financiero más relevantes de esta muestra de empresas.

Principales métricas	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Crecimiento en ventas:	15,9%	10,8%	11,1%	-11,5%	16,9%	11,3%	4,5%	-0,6%	-1,4%	2,3%	1,9%	8,6%	8,1%
Margen EBITDA:	18,1%	18,5%	17,9%	16,0%	18,4%	18,5%	17,7%	17,6%	17,7%	17,4%	18,1%	19,4%	19,0%
Margen EBIT:	13,5%	13,8%	12,9%	9,5%	13,0%	14,1%	13,0%	12,6%	12,3%	11,1%	11,8%	13,7%	13,4%
Margen CF Operativo:	12,3%	14,1%	13,2%	15,3%	14,6%	13,5%	12,6%	13,6%	14,1%	14,6%	14,6%	15,3%	14,2%
Margen CF Libre:	6,4%	8,3%	6,8%	9,5%	9,6%	7,7%	5,7%	7,0%	7,5%	8,3%	9,2%	9,6%	8,5%
Rotación de activos:	2,1 x	2,0 x	1,8 x	1,6 x	1,8 x	1,8 x	1,8 x	1,8 x	1,7 x	1,7 x	1,5 x	1,6 x	1,6 x
Cash Conversion Cycle:	61 d	59 d	59 d	59 d	53 d	51 d	50 d	49 d	51 d	49 d	48 d	47 d	46 d
ROCE:	17,0%	15,5%	12,9%	8,2%	12,9%	14,1%	12,5%	11,9%	11,4%	11,1%	10,7%	12,2%	11,8%
Capex/Ventas:	5,9%	5,8%	6,4%	5,8%	4,9%	5,8%	6,9%	6,5%	6,7%	6,3%	5,4%	5,7%	5,7%
Capex/A&D:	1,3 x	1,2 x	1,3 x	1,0 x	1,0 x	1,2 x	1,3 x	1,2 x	1,2 x	1,0 x	0,9 x	1,0 x	1,0 x
Deuda Total/EBITDA:	1,3 x	1,5 x	1,8 x	2,4 x	1,7 x	1,6 x	1,7 x	1,7 x	1,8 x	2,1 x	2,2 x	1,7 x	1,8 x

Vemos que, aunque en 2018 se produjo un descenso en su rentabilidad media, ésta se mantiene en **niveles muy altos, tanto en términos de márgenes y rotaciones como de ROCE**. En la tabla no se aprecian excesos preocupantes ni en términos de Deuda/EBITDA, ni en términos de Capex/Ventas o Capex/A&D. En general, los niveles de inversión siguen siendo bajos. No tenemos datos desglosados por regiones, pero está claro que, si la mayor parte de las inversiones han tenido China como destino, **lo que se ha invertido en Europa durante la última década ha de ser una cantidad ridícula**. En cualquier caso, no vemos ningún indicador preocupante dentro de las propias compañías, por lo que esperamos que cualquier variación significativa vendrá dada por un cambio en las condiciones macro.

Respecto a la valoración, prácticamente han recuperado todo lo perdido durante las caídas del último trimestre de 2018. **El mercado ha reconocido que, a pesar del negativo flujo de noticias proveniente de China, no hemos visto un colapso de los beneficios corporativos**. De hecho, ha comprado con fuerza a aquellas empresas más castigadas y que, al mismo tiempo, han mostrado resultados anuales sólidos en 2018. Respecto a las compañías más expuestas a los riesgos comentados en este informe, la confianza también ha vuelto, aunque de manera menos rotunda. Sectores como el del automóvil, el químico y el de semiconductores, han anticipado una primera mitad de 2019 floja y una segunda mitad en clave de recuperación. Al mercado, por el momento, esto le ha bastado.

En general, **encontramos más valor en las compañías de corte más industrial y cíclico, aunque somos conscientes también de sus riesgos**. Si en alguna de las dos mitades del año vemos que las compañías no consiguen satisfacer las expectativas del mercado (bien porque la primera parte del año es especialmente mala o la segunda no es especialmente buena), la cotización de esas compañías sufrirá. Nuestro planteamiento, como siempre, es seguir de cerca el flujo de noticias e invertir siempre en base a datos y hechos, nunca en base a presentimientos ni divagaciones.

La gran amenaza para el mercado es el recrudecimiento de la espiral inflacionista que comentamos anteriormente y su impacto en las políticas monetarias. De materializarse este riesgo, cosa que está por ver, la renta variable en su conjunto estaría amenazada, como ya ocurrió en 2018. Nuestra opinión, como la del CEO de LVMH, es que **el mercado de renta variable necesita tipos bajos para poder esquivar caídas** y esto dependerá, principalmente, de la presión que inyecten las materias primas a los precios. En un entorno inflacionista y



de ciclo tardío, los sectores que más tendrían que beneficiarse son el energético y las compañías defensivas, como las de consumo básico.

Ahora bien, **si ocurre un repunte inflacionista, tenemos que barajar la posibilidad de que sectores como el de alimentación y bebidas no se comporte de manera tan defensiva** como en otras crisis. Queremos plantear dos dudas: la primera está relacionada con el impacto que las políticas monetarias no convencionales han tenido sobre las compañías defensivas de alta calidad. Estas empresas (que van desde Nestlé a Roche, por nombrar algunas) han recibido flujos inmensos provenientes de inversores tradicionales en renta fija, en busca de dividendos y tranquilidad en el principal. Si las políticas monetarias, principales impulsores de este flujo de compra, se invierten, es lógico pensar que esos inversores de renta fija volverán a su mercado tradicional, produciendo severos flujos de venta en estas compañías.

El segundo interrogante está relacionado con el impacto que la propia inflación tiene en el sector de alimentación y bebidas. Muchas de esas empresas tienen una fortísima exposición al precio de las materias primas (principalmente agrícola, pero si pensamos en el empaquetado y el transporte de sus productos, también están expuestas al precio del petróleo, del gas natural, de la sosa cáustica, del aluminio, etcétera). Al mismo tiempo, la renovada fortaleza de las marcas blancas está obligando a incrementar los presupuestos de publicidad de muchas de estas empresas, incrementando las posibles presiones en los márgenes que pudieran sufrir.

Si tenemos en cuenta que el punto de partida actual de la valoración de estas compañías defensivas es alto, esas **amenazas a la sostenibilidad de sus márgenes podrían tener un fuerte impacto en los precios de las acciones** si finalmente se materializan. Por este motivo, conviene ser prudentes con estas empresas pues la estrategia de comprar y mantener no es adecuada en un entorno como el descrito.



# Conclusión

Durante 2018, como consecuencia del Brexit y de la guerra comercial, empezamos a oír algunas voces cuestionando la adecuación de unos modelos de negocio diseñados para operar en un entorno de globalización. **La deslocalización ya no suma, sino que, al contrario, resta.** Hemos visto cómo empresas multinacionales presu- mían de amplias presencias locales con profundas integraciones verticales. También vimos cómo las empresas más deslocalizadas se plantean, de manera más o menos explícita, un nuevo diseño para sus líneas de apro- visionamiento y producción. No sabemos dónde llegará este proceso, pero su mero planteamiento nos parece motivo suficiente para la reflexión.

La intromisión de la política dentro del sistema económico es indeseable, pero, al mismo tiempo, inevitable. Poder es poder, como se dice en una famosa serie de televisión. En 2018 esa intromisión política se ha reflejado en la **obstrucción del comercio internacional**, en las **subidas en los precios de las materias primas** y en unas **políticas monetarias difusas y poco fiables**. Aunque los efectos negativos de estas dinámicas se han notado en todas las grandes economías mundiales, la europea ha sido la más golpeada. Como región geopolítica debemos tomar consciencia de las implicaciones que tiene un modelo de poder blando, como el europeo, estando rodeado de potencias más beligerantes como la norteamericana, la china, la rusa y, posiblemente, ahora también la británica. ¿Qué queremos ser los europeos? ¿Con qué ventajas contamos? ¿Cuál es nuestra propuesta de valor? Son preguntas que demandan respuestas con urgencia.

Dado que en Europa tenemos tendencia a dejar que sean nuestros políticos quienes enuncien las preguntas e impongan las respuestas, queremos cerrar estas Perspectivas con las palabras que Adam Smith escribió en La riqueza de las naciones, con la esperanza de que lo escrito en el siglo XVIII inspire a los políticos del siglo XXI:

Cuando un país consigue abrir un nuevo mercado al que poder derivar la parte de su producción que el mercado doméstico no puede absorber, se verá estimulado a mejorar su capacidad productiva y a expandir su producción anual al máximo; de esta manera, ese país será capaz de hacer crecer sus ingresos y, con ello, también, la riqueza de su sociedad.

04

# Estamos a su disposición

 [www.rentamarkets.com](http://www.rentamarkets.com)

 91 088 80 90

 [comercial@rentamarkets.com](mailto:comercial@rentamarkets.com)

 [linkedin.com/company/rentamarkets](https://www.linkedin.com/company/rentamarkets)

 @rentamarkets

Madrid

## Sede central

Plaza Manuel Gómez Moreno, 2

Planta 17

Edificio Alfredo Mahou

28020 Madrid

## Atención al cliente

Glorieta Rubén Darío, 3

28010 Madrid



## Atención al cliente

Passeig de Gràcia, 74

Planta 1

08008 Barcelona

Barcelona







[www.rentamarkets.com](http://www.rentamarkets.com)

#### **AVISO LEGAL**

Renta Markets SV, S.A. Inscrita en el Registro Mercantil al Tomo 26.686, Folio 101, Sección 8, Hoja M-480937, Inscripción 13. CIF A06302657. Domicilio social sito en Plaza Manuel Gómez Moreno, 2, Planta 17-A, Edificio Alfredo Mahou, 28020 Madrid, España. [www.rentamarkets.com](http://www.rentamarkets.com). Inscrita en la Comisión Nacional del Mercado de Valores como sociedad de valores con el número 249.

Rentamarkets Investment Managers SGIC, S.A.U. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al Tomo 35.256, Folio 112, Hoja M-633896, Inscripción 1. CIF A87662300. Domicilio social sito en Plaza Manuel Gómez Moreno, 2, Planta 17-A, Edificio Alfredo Mahou, 28020 Madrid, España. [www.rentamarkets.com](http://www.rentamarkets.com). Inscrita en la Comisión Nacional del Mercado de Valores como sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva con el número 252. Los servicios, instrumentos financieros y productos reflejados en esta presentación están sujetos a regulación y a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Ninguna información aquí expresada debe interpretarse como una recomendación, asesoramiento en materia de inversiones, ni un análisis financiero ni como otra forma de recomendación general o relativa a operaciones sobre valores o instrumentos financieros. Usted debe conocer los riesgos inherentes a cada instrumento financiero. Para ello puede acceder a nuestra Información Precontractual disponible en [www.rentamarkets.com/documentacion](http://www.rentamarkets.com/documentacion)

Todos los derechos de propiedad intelectual e industrial de este material son titularidad de Rentamarkets y, por tanto, queda prohibida su reproducción, distribución, comunicación pública y transformación, salvo para uso personal y privado. Igualmente, todos los nombres comerciales, marcas o signos distintos de cualquier clase están protegidos.

Rentamarkets no será responsable de las consecuencias que pueda tener el incorrecto uso que se haga de esta presentación.