

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



Negativismo en el mercado, pero correcciones controladas. Visión.

No es la primera vez, ni será la última, que los mercados financieros generan una especie de repulsión en los inversores y estos acaban reaccionando como los hidrofóbicos al agua. Y lo digo así, usando palabras crudas para que tomen la necesaria perspectiva que les ha de ayudar en este y otros tiempos convulsos que, a buen seguro, vendrán.

Alguien me dijo en su día que el capital es más cobarde que una hiena coja, lo que otorga mucha relevancia a mi lema pedagógico preferido (“Mientras estés vivo, debes estar atento. Sólo así permanecerás vivo”). Tal combinación (miedo y atención), pueden resultar de gran utilidad. De la observación obtengo algo que parece no tenerse en cuenta. A pesar de convivir en la más infame conjunción de elementos adversos, los mercados están cayendo de forma más o menos ordenada. Elemento importante pues, sabiendo que gran parte de las manos débiles están ya fuera de muchos activos de riesgo, eso rebaja la posibilidad de claudicaciones desordenadas por *margin calls*.

La tormenta perfecta.

El inversor ha venido poniendo en precio ciertos riesgos que, combinados, producen un gran desasosiego: China y el posible desmantelamiento del sistema comercial mundial. Probables quiebras en emergentes. Brexit desordenado. Italia como fuente de una nueva crisis existencial del euro. Estrés de liquidez por una Fed que recorta su balance y rebaja la oferta de dinero. TIR al alza en el bono del Tesoro USA, etc... El inversor ha tenido que poner en precio todos estos riesgos y lo ha hecho de la única manera que lo puede hacer; recortando su exposición en mercados justo en un entorno de escasez de liquidez (cortesía de una Fed que, ha ido más allá de la ortodoxia en su gestión del precio del dinero y control de los agregados monetarios). Ya conocen los motivos para la cautela. Les voy a explicar ahora los motivos para la calma. Y lo voy a hacer desde la observación de todos y cada uno de los elementos de riesgo. Empecemos.

Sobre el primer riesgo: China.

El mercado chino (SEE Index) acumula en el año unas pérdidas del 21%, con unas autoridades que, a diferencia del 2015, no han caído en pánico tratando de aguantar el mercado al precio que sea. En 2015, Beijing permitió a las empresas cotizadas suspender las cotizaciones (el 30% de las empresas llegaron a estar suspendidas por unos días) generando una gran angustia en los inversores que querían salir. Hoy, el regulador mantiene unas guías muy estrictas para la suspensión de cotizadas (limitando las causas de suspensión, aumentando las exigencias de documentación y acortando los tiempos). El régimen de mercado funciona, pues a pesar de las fuertes caídas, las empresas no han podido suspender cotizaciones. Tan sólo el 2% de las empresas lo han podido hacer (un volumen muy en línea con los mercados occidentales).

A pesar de convivir en la más infame conjunción de elementos adversos, los mercados están cayendo de forma más o menos ordenada

Otra cosa que deben saber es que Beijing ha venido limitando el uso del *Stock Pledging* (por el cual un inversor usaba sus acciones como colateral en un préstamo que utilizaba para comprar nuevas acciones, lo que solía desembocar en un elevado riesgo de correcciones en cascada, por *margin calls*). Hoy la actividad de *pledging* es mucho más limitada (*loan to value* baja al 60%, limitando el porcentaje de acciones en mercado compradas con *pledging* al 50%). Con ello, se limita también el riesgo de caídas en cascada.

Otras reformas eficaces tienen que ver con el uso más limitado de las *Secondary Stock Offerings* (SSOs). Una fórmula muy utilizada en 2015 como mecanismo de financiación y que rebaja del endeudamiento corporativo. Funcionó, pero se hizo un uso masivo mediante colocaciones con fuertes descuentos, lo que generó un efecto dilutivo importante y el malestar de los inversores. Eso, ahora, ya no puede pasar.

No sé cuando volverá el apetito inversor hacia el mercado chino, pero cuando vuelva, se encontrará unas valoraciones muy atractivas y un mercado reformado, más sobrio y reputado

En conclusión. No sé cuando volverá el apetito inversor hacia el mercado chino, pero cuando vuelva, se encontrará con un mercado que cotiza a valoraciones muy atractivas, con casi 400 compañías cotizando por debajo de su valor neto contable, con un PER que es un 38% más barato que el de hace 1 año, y un 61% más barato que el de hace 2 años. Creo que casi todo lo malo podría estar ya incorporado en el precio. Pero sobre todo, se encontrará un mercado reformado, más sobrio y reputado.

Sobre el segundo riesgo: Brexit.

A pesar de las cesiones que Theresa May incorporó en su “*Chequers Plan*” (pérdida del *passporting rights* para la banca, pérdida de la capacidad para firmar acuerdos comerciales con terceros, etc...) la UE no transigió en otros aspectos como el control efectivo de las fronteras y las personas o el restablecimiento de la supremacía de las cortes británicas. Dicho esto, se está negociando in extremis un acuerdo de salida del Reino Unido. ¿Qué podemos esperar? Si hay acuerdo esta semana, quitaríamos de encima de la mesa un factor de riesgo muy presente, que es una “salida dura” del Reino Unido (salida sin acuerdo).

En cambio, si la UE y el Reino Unido no son capaces de alcanzar un acuerdo de salida, Theresa May tendrá que trasladar al Parlamento esta situación y allí se deberá votar entre “*No deal*” o “*No Brexit*”. Sabemos que una mayoría de MPs considera el “*No deal*” como algo desastroso, por lo que lo más probable es que se rechace una salida desordenada y sin acuerdo. ¿Significa entonces que el parlamento aceptará olvidarse del *Brexit*? No. Eso desembocaría en una crisis constitucional. Un parlamento que no implementa el mandato explícito de la voluntad del pueblo. ¿Entonces? Nos explican que el Parlamento puede ver una válvula de escape en un nuevo referéndum que enfrente, sin filtros, las dos opciones: Salida de la UE sin acuerdo o Permanecer en la UE. Nos dicen que tal opción sería aceptable para los principales partidos. Sobre el resultado no me puedo aventurar, pero es cierto que la demografía ha igualado mucho las cosas. Por escasas que sean, cualquier buena noticia en esta cuestión, supondrían un fuerte apoyo para el mercado.

Sobre el tercer riesgo: Italia como fuente de riesgo para una nueva crisis del euro

Tengo la impresión de que Italia seguirá alimentando titulares en los próximos meses, y no por el lado positivo precisamente. Roma se sabe fuerte (con un peso específico dentro de la UE y una evidente capacidad desestabilizadora), es por ello que continuará presionando. Bruselas no puede ceder, y también dispone de armas poderosas (jugar con el probable castigo del mercado a los activos italianos). Cuando las partes se sienten fuertes los conflictos tienden a mantenerse. Por ello, me temo que este factor de riesgo persistirá por un tiempo. Ahora bien. Si he aprendido algo en estos 20 años es que el mercado siempre doblega al político. No creo que Italia sea una excepción. Confío que, tras la tensión, Roma entregará al mercado lo que este exige. Muchos ejemplos recientes avalan esta tesis: Dilma, Tsipras, Macri, Erdogan, etc. ¿Cuánto puede tardar? Más que tiempo, creo que debiéramos hablar de intensidad del castigo (del mercado). En 500 pb de riesgo país, Roma podría dar marcha atrás y acabar con esta disputa.

Italia, como factor de riesgo, persistirá por un tiempo. Ahora bien. El mercado siempre doblega al político. Roma entregará al mercado lo que este exige.

Sobre el cuarto riesgo: Crisis de Liquidez

Dije en enero, ante un foro importante en Madrid, que hay tres tipos de correcciones en mercados: 1) Por contracción de múltiplos. 2) Por contracción de beneficios. 3) Por estallido de burbujas. Mi mentor se refiere a este tipo de crisis con el nombre de “*Ursus Magnus*”, y suelen sobrevenir tras largos periodos de laxitud monetaria.

El tipo 1 de corrección suele tener una intensidad del 10% en las caídas, y suelen prolongarse durante 1-2 meses. El tipo 2 puede suponer correcciones de alrededor del 20% y pueden durar un año. Mientras que las correcciones de tipo 3 pueden suponer caídas del >50%, y suelen abarcar largos periodos de tiempo.

Si bien es cierto, muchos son los que temen hoy una crisis del tipo 3, correré el riesgo y les diré que NO creo que este sea el caso. Las valoraciones en los activos de riesgo no avalan tal hipótesis y, si bien sí que existe una burbuja clara en algún mercado, como el de deuda europea, no creo que el BCE lo deje explotar desordenadamente (llegados a este punto y después del esfuerzo realizado).

La falta de liquidez (detonante de la actual corrección) puede revertir rápidamente.

Arriesgándome otra vez, les diré que tampoco creo que nos encontremos ante una crisis del tipo 2 (contracción en beneficios). Les dejo pues ante una corrección por contracción de múltiplos (de tipo 1). Una corrección de caídas limitadas que cesarán en cuanto la liquidez en el sistema recupere pautas recientes. Una corrección por liquidez no es una corrección por solvencia. De hecho, no contemplamos quiebras empresariales ni de países emergentes. Si bien es cierto que hay países en situación delicada (Pakistán o Bolivia), no vemos quiebras a dos años vista en el resto.

Les diré también que la falta de liquidez (detonante de la actual corrección) puede revertir rápidamente. Ya sea porque la Fed adecúa la oferta de dinero (hoy al 2% yoy de ritmo) a la demanda de los agentes económicos locales (que

demandan un +5.5% yoy de liquidez). Baste con que la Fed descubra una cierta desaceleración en sectores como el *housing* o *autos* (cosa que ya está pasando). La liquidez en el sistema puede volver también porque otro banco central pueda volver a estimular. En China, el PBoC ya ha empezado a dar tracción a una política monetaria expansiva mediante el recorte en los encajes bancarios, que han liberado cerca de US\$110bn, y con capacidad de inyectar hasta US\$500bn recortando los encajes en 400-500pb. Los problemas de liquidez también pueden solucionarse mediante una bajada en el precio del crudo (que liberaría muchos dólares). Pero eso ya es aventurarse demasiado.

Sobre el quinto riesgo: Aumento en los rendimientos del bono US Treasury

Sobre la TIR del US Treasury como factor de riesgo.

Sabiendo que ya nos encontramos en un punto de valor razonable, uno puede pensar que la TIR no debiera subir ya mucho más

Según el Nobel de economía M.Allais, el rendimiento de la deuda a largo tiende a converger con el ritmo estructural de crecimiento, siendo el punto de convergencia el momento en el que el coste del capital iguala al retorno del capital. Pues bien. Esto ya se ha dado en el caso del US *Treasury*, lo que nos permite concluir que este instrumento está bien valorado. ¿Puede seguir subiendo la TIR y seguir provocando nerviosismo? Sí puede, pero sabiendo que ya nos encontramos en un punto de valor razonable (y que la gente suele comprar cosas cuando los precios son razonables) pues uno puede pensar que la TIR no debiera subir ya mucho más. Una hipótesis que debiera tranquilizar a todos aquellos que aún desconocen el posible recorrido en los costes de financiación (medidos por la TIR del UST).

En conclusión

Pudiera parecer que se ha configurado la tormenta perfecta y que ésta pudiera descargar con toda su violencia si los elementos mencionados se desarrollan de forma no satisfactoria. Eso es lo que el mercado ha venido poniendo en precio de forma gradual. También es cierto que ninguno de estos riesgos es nuevo. Todos y cada uno de estos trances ya se han dado en algún momento del pasado. Lo que hace de ésta situación algo inédito es la coincidencia en el tiempo de todos ellos. Pero (con este documento) hemos observado lo que hay dentro de cada uno de estos riesgos, y hemos visto que hay dinámicas positivas que pueden provocar su desvanecimiento.

Puedo ser un virtuoso de la mezquindad y errar en todas mis proyecciones. Aun así, en la suma infinita de mis defectos, si debo escoger entre engañarles o decirles lo que sé, optaré siempre por esto último. Y (todo) esto que escribo es lo que sé... y me hace estar tranquilo.

Saludos