

¿Será este 2018 el nuevo 2008?...

... como ahorrador, espero y deseo, que el único símil entre 2008 y 2018 sea que ambos acaban en ocho.

Gracias a la inyección monetaria de los bancos Centrales, nada nos hace pensar que, en 2018, el comportamiento de los mercados financieros vaya a tener nada que ver con el berrinche y la confusión que experimentaron en 2008. Aun así, *"Tan sólo cuando baja la marea, ves quién se baña desnudo"*, decía Warren Buffet. ¿Saben? soy tímido y me gusta bañarme con bañador. Por ello, aunque ahora la marea este alta, quiero tener claro que no me he olvidado el traje de baño en la playa y que en la siguiente tormenta sabré donde debo guardar la ropa y proteger mis inversiones financieras.

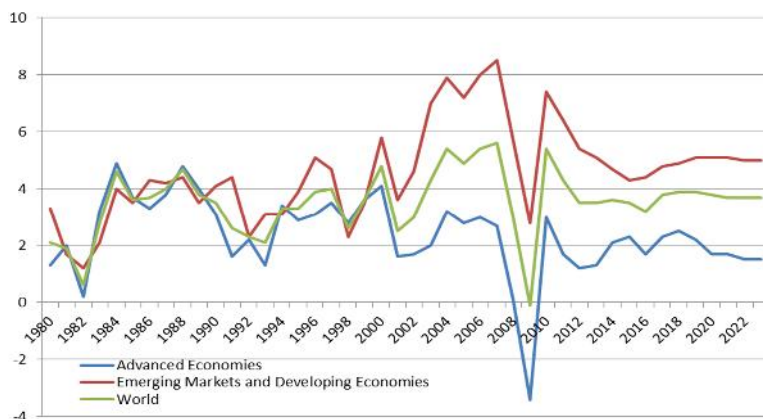
El objetivo de este post no es otro que reflexionar y aprender de la historia para encontrar un buen refugio por si "regresamos al pasado".

Pero, ¿Cómo era el mundo en 2008?

Aquel año España mandó al Festival de Eurovisión a Rodolfo Chikilicuatre por votación popular, se presentó el primer móvil con un nuevo sistema operativo llamado Android y en EEUU se elegía al primer presidente de color de su historia. El mundo crecía a buen ritmo, la velocidad de crucero era del 5,6% y la inflación, aupada por el precio del crudo (140 \$ /Barril; 30.06.2008), se situaba en el 4,3%. Las políticas monetarias a ambos lados del atlántico empezaban a suavizarse tras una etapa contractiva y el BCE y la FED situaban el tipo de interés de referencia en el 3,00% y en el 4,25% respectivamente.

Si tan sólo nos hubiésemos fijado en esos datos, nada nos hubiera hecho pensar que al año siguiente las economías desarrolladas entrarían en una de las mayores recesiones de su historia.

Gráfico 1: Tasa de crecimiento del PIB.



Fuente: FMI

La tormenta estalló con la burbuja del sector inmobiliario americano. Las persistentes turbulencias financieras originadas por la crisis de las hipotecas de alto riesgo en EE.UU. provocaron una drástica disminución de la confianza de los consumidores, una rebaja de las expectativas de crecimiento y fuertes correcciones en los principales índices bursátiles.

Así, tras años de crecimiento, la mayoría de países desarrollados entraron en recesión en 2008.

¿Dónde encontraron refugio los ahorros de la época?

En enero de 2008, si alguien quería guardar su ropa, la recomendación de inversión no era complicada: **Deuda Estatal a corto plazo:**

- ✓ La salud financiera de la Hacienda Pública en las principales economías desarrolladas era buena.
 - Tras años de crecimiento, los déficits fiscales no llegaban al 2% y países como España (Desde el Año 2005 al 2007) presentaban incluso superávit:

Déficit Público	2005	2006	2007
España	1,21%	2,20%	2,00%
Reuno Unido	-1,64%	-1,26%	-1,05%
EEUU	-1,00%	-0,10%	-0,80%
Países Desarrollados	-2,41%	-1,35%	-1,20%

Fuente: FMI

- Estos déficits permitían que el nivel de Deuda vs. PIB del conjunto de países desarrollados no fuese elevado (Deuda vs PIB entorno al 72%) y que en casos como el Español, estuviera tan solo en niveles del 35%.

Deuda sobre PIB	2005	2006	2007
España	42,28%	38,91%	35,51%
Euro Area	69,19%	67,35%	64,96%
Reuno Unido	40,06%	41,00%	42,03%
EEUU	65,33%	64,17%	64,69%
Países Desarrollados	77,04%	74,28%	71,89%

Fuente: FMI

- ✓ Además, la Deuda del Estado a corto plazo, ofrecía unos tipos nominales atractivos. Podías prestar tu ahorro, a un emisor sano (El Estado) y obtener una rentabilidad superior al 4% en Euros y cerca del 3% en Dólares, y esperar tranquilamente a que pasara el temporal.

Tipos nominales de letras del tesoro (junio 2008)	1 año	2 años
España	4,57%	4,77%
Euro Area	4,60%	4,60%
Reuno Unido	5,18%	5,22%
EEUU	2,32%	2,61%

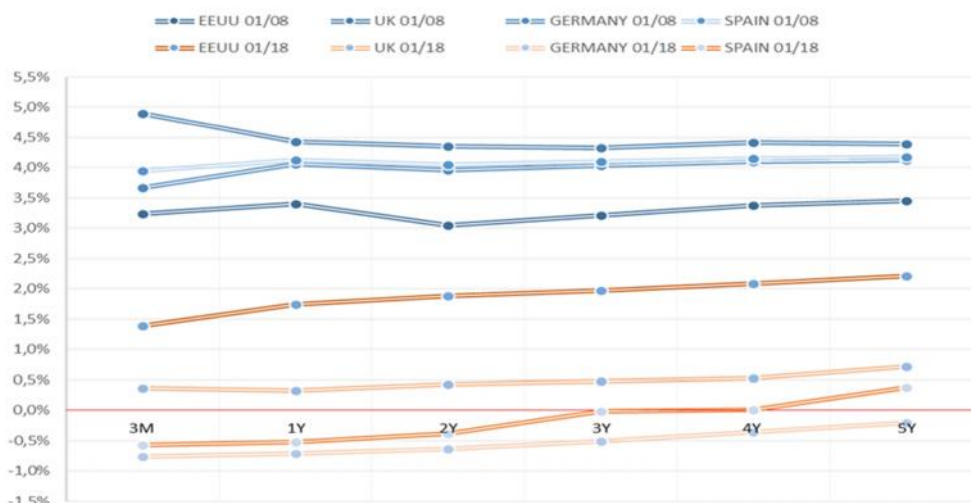
Fuente: Bloomberg

Hoy, junio de 2018, si un inversor decidiera guardar su ropa...

... en deuda estatal se iba a encontrar con una decepción:

- × En primer lugar, porque los tipos de interés nominales de los principales países desarrollados han dejado hace tiempo de ofrecer rentas atractivas, incluso varios de ellos ofrecen **rentabilidades negativas**, es decir que *cobran por pedir prestado*. Invertir, en Deuda Estatal a corto plazo en Alemania, Francia o España, es como comprar una "caja fuerte" y decidir cuánto pagar por ella.

Gráfico 4: Deuda gubernamental, curva de 3 meses a 5 años (2008 vs 2018).

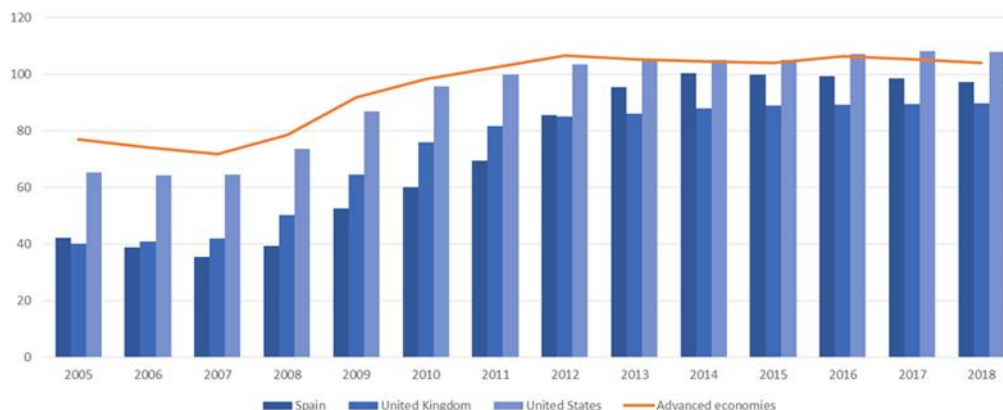


Fuente: FMI

- × En segundo lugar y más importante, porque la salud financiera de la mayoría de los Estados Desarrollados, es claramente peor que la que tenían antes del estallido de la crisis de las hipotecas subprime.

El sacrificio que realizaron los Estados en favor del sector privado, para ayudar a salir de la recesión mundial a la que desembocó la crisis financiera, ha provocado que **el nivel de Deuda Pública de las economías avanzadas sea el más alto desde la Segunda Guerra Mundial**: el 105% del PIB Mundial.

Gráfico 5: Deuda gubernamental vs PIB.



Fuente: FMI

¿Entonces?

El mundo crece hoy entorno al 3,8% y la previsión es que esta cifra mejore entorno a una décima en 2019 apoyada por unas condiciones financieras propicias. La inflación global es moderada 3,1% (desarrollados 1,7%, emergentes 4,2%). Los indicadores adelantados se encuentran en terreno expansivo y los resultados empresariales, soportan las valoraciones actuales de los principales índices. Nada hace anticipar problemas en el horizonte, pero si los hubiera está claro que la Deuda no nos iba a proteger de la misma manera que lo ha hecho en el pasado.

Algo que nos enseñó la crisis de 2008 es la importancia de la liquidez. En los momentos difíciles de mercado es vital poder convertir en efectivo los activos en que estemos invertidos. Durante ese tumultuoso año, incluso el día de la quiebra de Lehman Brothers, si querías operar en renta variable, podías, si querías vender acciones, por mucha volatilidad que hubiera en esa sesión, encontrabas una horquilla de precios. No fue así en renta fija, donde el mercado se secó, donde operar con Deuda Subordinada se convirtió en misión imposible y en Deuda Senior la horquilla entre comprador y vendedor desincentivaba el cruce de cualquier operación.

Si queremos liquidez debemos escoger como subyacente acciones y no bonos.

Ahora bien, si viene la tormenta, las acciones, como en cualquier otra crisis, caerán y nos vamos a querer estar expuestos a su direccionalidad. La mejor alternativa es cubrir dicha direccionalidad.

Si no queremos direccionalidad debemos estar cubiertos.

La alternativa que les quiero proponer es una estrategia *beta neutral*, que tenga tantas acciones compradas como vendidas y que, por tanto, su rendimiento se obtenga del diferencial de precios entre las compradas y las vendidas. Una estrategia que busque el *alfa*.

De este modo, nos va a dar igual si el mercado sube o baja. Vamos a invertir, única y exclusivamente, buscando el diferencial entre las compañías que nos gustan y que conforman el "*libro largo*" y una media (como puede ser un índice) u otras acciones que veamos caras y que conformarán el "*libro corto*". Dado que el subyacente son acciones, nos garantizamos la liquidez.

A modo de ejemplo, les mencionaré dos fondos que siguen esta estrategia y que nos van a permitir, además de poder chapotear a placer, obtener, si mantienen su track-record, una rentabilidad entorno al 4%:

- ✓ Old Mutual Equity Absolute Return
- ✓ Solventis APOLO Absolute Return

OLD MUTUAL ABSOLUTE RETURN

Es un fondo de la gestora Sud-Africana creada en 1845 Old Mutual y tiene más de 15 años de historia y ha ofrecido rentabilidades positivas, año tras año.

Sigue una estrategia Long/Short Equity Market Neutral e invierte a nivel global. Tiene una rentabilidad objetivo anual entorno del 6% y una volatilidad del 5%.

Los gestores de Old Mutual consideran que el mercado no es eficiente y que a menudo las cotizaciones de las empresas difieren de su valoración fundamental. Buscan aprovechar esas ineficiencias, tanto positivas como negativas, para obtener un rendimiento descorrelacionado con el mercado.

El proceso de inversión es bottom up y se basa en 5 criterios de selección:

- 1) Valoración Dinámica.
- 2) Crecimiento sostenible.
- 3) Análisis de sentimiento.

- 4) Equipo gestor.
- 5) Dinámicas de mercado: buscar tendencias en el mercado, se basan en las características de la empresa, pero también en el entorno de mercado.

La exposición neta a renta variable es del 0%, es decir que tiene una $\beta = 0$ y una correlación de -0,01 contra el MSCI World.

Actualmente, tiene unas 800 posiciones en cartera y replica los 5 criterios de selección para 4 zonas geográficas: Norte América, Pan Europa, Asia ex-Japón y Japón. No tiene riesgo divisa.

Rendimiento mensual neto de comisiones (%)													
	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	set	oct	nov	dic	ANUAL
2018	1,2%	0,5%	1,1%	-1,1%	0,4%								2,2%
2017	1,4%	-0,6%	-0,3%	-0,9%	-0,7%	-1,2%	2,1%	2,3%	0,7%	2,4%	-0,4%	-1,7%	5,8%
2016	0,1%	-0,8%	0,0%	-0,2%	-0,1%	-1,2%	1,0%	-1,0%	0,1%	1,7%	0,7%	1,3%	1,6%
2015	1,1%	-2,0%	-0,5%	-1,5%	-0,9%	1,1%	-0,6%	1,2%	2,6%	-1,0%	1,4%	1,1%	3,7%
2014	1,7%	1,4%	0,4%	0,9%	0,1%	-1,6%	0,5%	0,5%	1,0%	0,5%	1,6%	1,6%	8,9%
2013	4,2%	1,2%	2,7%	4,0%	1,8%	1,1%	0,2%	-1,8%	0,1%	1,4%	2,4%	-0,6%	17,8%
2012	-0,5%	2,0%	0,8%	1,2%	-0,2%	-0,7%	1,4%	1,0%	0,5%	0,7%	-1,5%	-3,1%	1,5%

Fuente: Bloomberg

SOLVENTIS APOLO

Solventis APOLO es un fondo de reciente creación. Nace en Febrero de 2017.

En Solventis APOLO se construye el "libro largo" invirtiendo en los mejores gestores de renta variable europea, y el "corto" vendiendo futuros del Índice Europeo (Eurostoxx-50). Con este posicionamiento consigue una exposición neutral a mercado y obtiene el diferencial de rentabilidad de las acciones escogidas vs una media (como es el índice).

Aunque es un fondo de reciente creación, los equipos de gestión que componen su cartera tienen todos un contrastado track-record y recurrentemente lo han hecho mejor que el mercado.

Lo que más me ha gustado de este fondo, es la correlación negativa con el mercado. En su corta historia, **todos los meses que el Eurostoxx-50 ha caído, Solventis APOLO ha subido**. De esta forma, se convierte en un excelente estabilizador de carteras.

Rendimiento mensual neto de comisiones (%)													
	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	set	oct	nov	dic	ANUAL
2018	-1,1%	1,5%	0,9%	-2,8%	2,6%	0,5%							1,5%
2017			-0,4%	0,0%	0,1%	0,8%	0,4%	-0,1%	-0,9%	-1,3%	0,6%	3,1%	2,3%

Rentabilidad Mensual (Eurostoxx 50)													
	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	set	oct	nov	dic	ANUAL
2018	3,0%	-4,7%	-3,5%	6,6%	-3,7%	-1,0%							-3,7%
2017			5,5%	1,7%	-0,1%	-3,2%	0,2%	-0,8%	5,1%	2,2%	-2,8%	-1,8%	5,6%

Fuente: Bloomberg

Conclusiones:

Tal y como nos advierte el FMI, *“los buenos tiempos no duran para siempre”*. El elevado nivel de deuda global, tanto pública como privada, supone un elemento de vulnerabilidad para el crecimiento mundial. Debemos estar preparados y tener claro que la Deuda Pública, ya no será un buen refugio.

La tensión política vivida en Italia, nos ha dado un aviso de lo rápido que pueden cambiar las condiciones financieras y la percepción del riesgo; y sin duda, un repentino aumento de los tipos de interés puede poner en peligro el crecimiento hasta el punto de provocar una nueva recesión.

Gráfico 6: Evolución Tipo de Interés Bono a 10 años de Deuda Italiana



Fuente: Bloomberg

La economía global se encuentra en un momento crítico de transición a medida que se va normalizando una política monetaria tremendamente expansiva. Los bancos centrales deben lograr realizar esta transición de forma transparente, suave y sin sobresaltos. Soy optimista y espero que lo logren. Este es mi escenario base para el medio plazo.

Ahora bien, si algo falla y no logramos una transición suave, sin duda, estos dos fondos, son dos buenos cajones dónde encontrar refugio.

Carlos Masdevall Garçon, CEFA
Socio- Director
Solventis

Georgina Sierra Cortijos, CEFA
Senior Portfolio Manager
Solventis