

Correcciones subjetivas 2018, escepticismo con 2019 y buenísimas perspectivas largo plazo

2018 ha sido un año que podemos catalogar de malo en términos de rentabilidad y que **nos ha defraudado** a casi todos los agentes financieros. Si a comienzos de 2018 esperábamos crecimiento económico robusto, bajos tipos de interés pero ascendentes, inflación controlada a pesar de la subida de las materias primas y costes laborales, crecimiento fuerte de los beneficios empresariales apoyados por la política fiscal laxa en EEUU y continuo crecimiento económico, **todas estas variables se han confirmado, pero sin embargo, los mercados no han un comportamiento acorde con la realidad macroeconómica**, todo lo contrario, las rentabilidades de casi todos los activos han sido negativas, y 2018 es de los años que más han defraudado a clientes, analistas y gestores, porque no ha habido donde cubrirse y **cualquier tipo de perfil (conservador, moderado o tolerante), obtiene rentabilidades negativas** ya que los activos de renta fija han caído en precio sin capacidad de los cupones para compensarlo, y la renta variable también ha ofrecido correcciones bastante significativas en la mayoría de las regiones.

El problema que encontramos a la hora de hallar **razones** para tan mal comportamiento de los mercados financieros, es que muchas de ellas son **subjetivas e incuantificables**: incremento de los riesgos geopolíticos (gobierno de Italia, negociaciones para el Brexit, tensión comercial internacional, incremento del voto hacia fuerzas políticas populistas, medidas de proteccionismo de ciertos países con mucho peso económico en el mundo, madurez del ciclo económico en EEUU, posicionamiento de los agentes financieros y elevado endeudamiento de los Estados.

Todos estos riesgos mencionados tienen una confluencia en común: **ralentización económica e incremento de la probabilidad de recesión** con implicaciones muy relevantes para el comportamiento de los diferentes activos financieros en los próximos meses/años.

A mediados de diciembre, Renta 4 Banco presentó su [Estrategia 2019](#) que recomendamos que se lea/vea para saber a qué riesgos y oportunidades nos enfrentamos los que tomamos decisiones de inversión patrimoniales.

Por un lado, tenemos unas **perspectivas de crecimiento global** no solo razonables, si no **buenas**. Crecimiento del mundo por encima del 3,5% están muy lejos de ser considerado recesión y sí expansión económica.

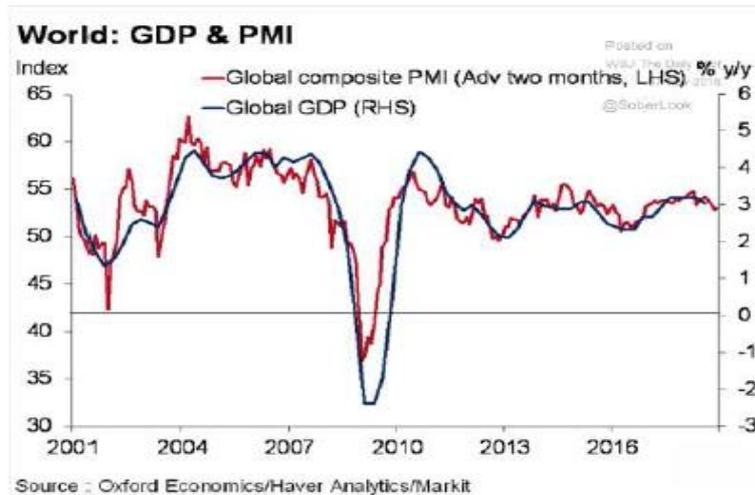
Cierto es, que **el crecimiento que esperamos para 2019 es menor al de 2017 y 2018**, por tanto, es una desaceleración del crecimiento que no tiene por qué implicar caídas de los mercados financieros como los vividos en 2018.

% anual	2017	Comisión Europea		FMI (OCT 18)			OCDE		
		2018	2019	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Mundo	3,7	3,7	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,5
Desarrolladas	2,3	2,6	2,4	2,4	2,1	1,7	2,1	2,1	1,7
EEUU	2,2	2,9	2,6	2,9	2,5	1,8	2,9	2,7	2,1
Área Euro	2,5	2,1	1,9	2,0	1,9	1,7	1,9	1,8	1,6
<i>Alemania</i>	2,5	1,7	1,8	1,9	1,9	1,6	1,6	1,6	1,4
<i>Francia</i>	2,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5
<i>Italia</i>	1,6	1,0	1,2	1,2	1,0	0,9	1,0	0,9	0,9
<i>España</i>	3,0	2,6	2,2	2,7	2,2	1,9	2,6	2,2	1,9
Japón	1,7	1,1	1,0	1,1	0,9	0,3	0,9	1,0	0,7
Reino Unido	1,7	1,3	1,2	1,4	1,5	1,5	1,3	1,4	1,1
Emergentes	4,7	5,0	5,0	4,7	4,7	4,9	5,1	5,1	5,2
Brasil	1,1	1,1	1,9	1,4	2,4	2,3	1,2	2,1	2,4
México	2,3	2,1	2,5	2,2	2,5	2,7	2,2	2,5	2,8
Rusia	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,6	1,5	1,8
India	6,2	7,4	7,5	7,3	7,4	7,7	7,5	7,3	7,4
China	6,9	6,6	6,2	6,6	6,2	6,2	6,6	6,3	6,0

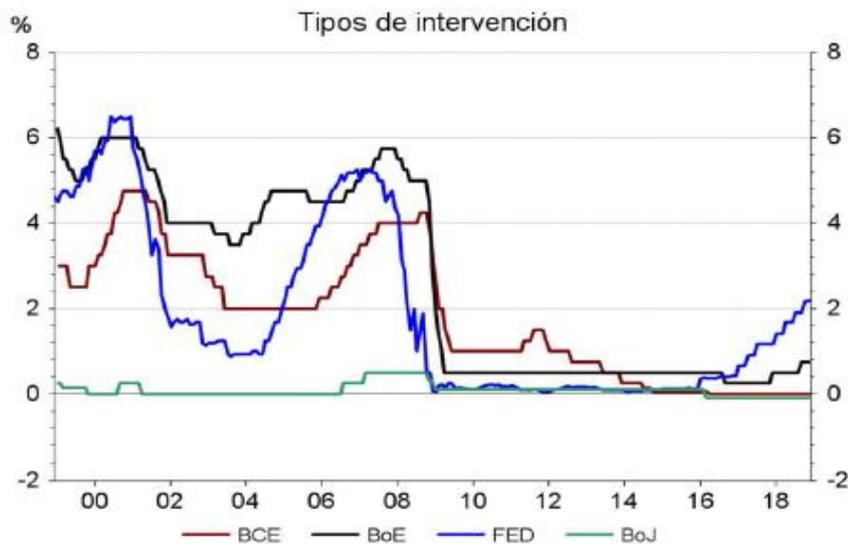
Fuente: CE, FMI, OCDE y elaboración propia

Por otro lado, las bolsas de la mayoría de los mercados (especialmente de Europa y mercados emergentes) se encuentran a valoraciones baratas solo con mantener los beneficios actuales, y muy baratas si se cumpliesen las expectativas de crecimiento de casi doble dígito de los beneficios empresariales para 2019, lo que deja al mercado actual descontando un escenario de contracción de los beneficios que nos dan cierto margen de seguridad en el caso de que estemos pecando de optimistas con nuestras proyecciones de crecimiento.

El mercado ya ha descontado próximas caídas futuras de los indicadores de crecimiento económico (PMI actual >50), mayor desaceleración económica de la que muestran los datos oficiales actualmente, incrementos de la probabilidad de default de los bonos corporativos por el comportamiento de los spreads de crédito corporativo, y caídas de los beneficios empresariales en contraste con el crecimiento esperado por el consenso de analistas.



La menor liquidez que habrá en los mercados por el fin del QE tanto en EEUU como en Europa, puede acarrear tensionamientos en los mercados, especialmente en Estados y empresas que necesitan refinanciarse. Así, aunque no esperamos que los tipos de interés de intervención suban en Europa y que lo hagan mucho más pausadamente en EEUU, sí que esperamos que los tipos de interés que exija el mercado a activos con necesidad de financiación (vencimientos de deuda o financiamiento de los déficit), incrementen, lo que hará más complicado la gestión de los activos de renta fija.



Fuente: Thoms on Reuters Datasream

Para 2019 la gestión patrimonial global tiene la dificultad de gestionar por el lado de la renta fija unas tires actuales que en la parte corporativa ya se pueden encontrar por

encima del 1,5% en bonos con buena calidad crediticia (grado de inversión) y por encima del 4% en bonos *High Yield* con calidad crediticia razonable, pero con los riesgos de que el incremento de los spreads de crédito motivado por los riesgos de una mayor desaceleración económica y la menor liquidez de los mercados, sigan incrementando los spreads y haciendo que el precio de los bonos siga cayendo, con las negativas implicaciones para las rentabilidades que se obtendrían.

En este caso además, creemos que también tendrá **implicaciones para los activos inmobiliarios**, es decir, una mayor facilidad para encontrar activos conservadores con rendimientos por encima del 4%, **hará menos atractiva la inversión en activos inmobiliarios** que aunque no tengan precios cotizados, irán incrementando las tiras vía bajada de los precios de los inmuebles o vía subida del precio de los alquileres.

Por el lado de **la renta variable**, los gestores de renta variable nos encontramos con la **encrucijada de un mercado barato** en términos de valoración que aconseja inclinarnos por incrementar la exposición a bolsa, **pero con un momento de resultados negativo por la madurez del ciclo económico y evidencias de desaceleración en múltiples áreas de inversión**, que aconseja dejar algo de liquidez en el corto plazo para aprovechar mejores puntos de entrada en renta variable. **Si los beneficios siguen creciendo, es poco sostenible que los mercados se mantengan a estos niveles de valoración y creemos que obtendremos rentabilidades de doble dígito alto en los próximos meses, ahora bien, si los riesgos de recesión se convierten en realidad, podemos encontrarnos con unos meses de alta volatilidad que dejen las valoraciones aún más baratas.**

Valoraciones razonables respecto a su mediana histórica (30 años)

	PER 19E	Mediana*	Recorrido a mediana
S&P 500	15,1x	18,7x	23%
Eurostoxx 50	11,7x	15,9x	35%
CAC 40	11,9x	17,0x	43%
DAX Xetra	10,9x	16,5x	52%
Ibex 35	10,9x	13,8x	27%
MIB 30	9,0x	14,2x	58%
Nikkei 225	13,9x	22,0x	59%
MEXBOL	12,5x	15,4x	23%
Bovespa	10,7x	16,7x	56%
Chile SM Selectivo	14,3x	19,6x	37%
Hang Seng (Hong Kong)	9,9x	13,1x	33%

* período contemplado: 30 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Las reflexiones descritas solo tienen su **respuesta en el horizonte temporal**. Si admitimos que en el corto plazo tenemos muy poca visibilidad, pero conocemos que se puede obtener a día de hoy rendimientos medios con la renta fija corporativa del orden del 2%-

3% anual, y de la renta variable, dividendos del 4%-5% anual, significa que **a 10 años** (por hacer número redondo) **obtendremos con la renta fija una rentabilidad del +20%/+30% y con la inversión en renta variable +40%/+50%** a precios constantes de los activos.

Con esas rentabilidades esperadas solo por la parte de rendimiento de los activos, es casi imposible perder dinero, y **es altamente probable tener ese +20%+30% de rentabilidad vía cupones o tires de la renta fija al cabo de los 10 años, y +40%+50% de la renta variable en forma de dividendo a lo que hay que añadir el crecimiento de los beneficios de las empresas esos 10 años** (aunque solo sea por inflación y crecimiento demográfico), lo que volverá a aportarnos una rentabilidad anualizada de al menos el 7% en la inversión de renta variable (>70% a 10 años), como así ha sido a lo largo de la historia.

Javier Galán

Gestor de Renta 4 Bolsa FI y Renta 4 Valor Europa FI

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstas no han sido tomadas en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. Este documento, ha sido elaborado por Renta 4 S.V. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujetos a cambio sin previo aviso. Renta 4 S.V. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas por Renta 4 S.V. y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 S.V., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Renta 4 S.V. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Renta 4 S.V., así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Los empleados de Renta 4 S.V. pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Renta 4 S.V. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Renta 4 S.V.. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.