

Actualidad y análisis de los mercados financieros

... extractos del blog de Guy Wagner

www.guywagnerblog.com



MERCADOS FINANCIEROS: DESTINO DESCONOCIDO

Guy Wagner

Chief Economist al Banque de Luxembourg

Jueves 4 de octubre 2012

*"Economic activity depends on a degree of trust between strangers. Since money is the agent of exchange, it is the agent of trust. Debasement of money therefore implies debasing the trust upon which social cohesion rests. Further debasement of money will cause further debasement of society." (Dylan Grice)**

Durante los dos últimos meses los mercados financieros **han estado marcados principalmente** por la decisión del Banco Central Europeo de poner en marcha un programa de compra "ilimitada" de bonos españoles e italianos a corto plazo y por la flexibilización cuantitativa de la política monetaria de la Reserva Federal. Así pues, entre finales de julio y mediados de septiembre, el mercado estadounidense y el europeo han progresado un 10% de media, con un subida especialmente importante en los índices bursátiles español e italiano, así como de los valores bancarios.

Es importante tener en cuenta que, si bien estas medidas han conllevado una subida en la cotización de los activos financieros, **estas no aportan ninguna solución a los problemas fundamentales** de los países industrializados y no ayudan a encaminar las economías de esos países hacia una recuperación duradera. Al contrario, manteniendo el precio del dinero a un nivel artificialmente bajo, **impiden los ajustes necesarios**, causan una mala distribución del capital, provocan un aumento de la cotización de las materias primas y obligan a los ahorradores que buscan rentabilidad a su-

mir riesgos importantes. No resulta por lo tanto sorprendente que las flexibilizaciones precedentes no hayan generado una mejora duradera de la economía y no hay razón para pensar que esta vez será distinto. En ausencia de dicha mejora económica, no puede producirse un aumento duradero de los beneficios de las empresas, especialmente en un momento en que los márgenes de beneficios son ya de por sí muy elevados. **Si un aumento duradero de los beneficios, la subida de las cotizaciones bursátiles no puede ser duradera.** A no ser que se crea que el nivel anormalmente bajo de los tipos de interés y la inyección masiva de liquidez justifican un alza en los múltiplos de valoración a niveles claramente superiores. Es el razonamiento implícito de los que han comprado a la espera de las medidas anunciadas por la Reserva Federal.

Evidentemente, no compartimos dicho razonamiento. Si existiese una correlación positiva entre tipos de interés excepcionalmente bajos y cotizaciones bursátiles elevadas, cabría preguntarse por qué el mercado japonés está actualmente cerca de un 75% por debajo del nivel que tenía a finales de los años ochenta. Por el contrario, la historia bursátil muestra **que los múltiplos de valoración de las acciones han sido más débiles durante periodos en que los tipos de interés eran negativos en términos reales**, como en la actualidad. Esto parece lógico, dado que unos tipos reales negativos raramente son el reflejo de una situación económica fundamentalmente sana.

Así pues, con nuestra estrategia de inversión no pretendemos conseguir un incremento de la rentabilidad que no esté justificado desde un punto de vista fundamental. Tanto los indicadores económicos como las declaraciones de un buen número de empresas señalan, por el contrario, que nos dirigimos hacia **una ralentización rela-**

tivamente pronunciada de la actividad económica.

El entorno económico en el que nos encontramos es verdaderamente excepcional. Aunque, por regla general, la historia económica puede proporcionar al menos algunas indicaciones sobre los acontecimientos que podemos esperar, **varios parámetros económicos se encuentran a día de hoy a niveles nunca vistos en los últimos 200 años.** Entre estos parámetros se encuentran **el nivel de la deuda pública** y los déficits presupuestarios en los principales países industrializados (y esto justo antes de que la evolución demográfica empiece a pasar factura a los fondos públicos), **la explosión de los balances de los bancos centrales** de dichos países (en valor absoluto y en porcentaje de su Producto Interior Bruto) y el nivel de los tipos de interés a corto y largo plazo. A todo esto habría que añadir **una unión monetaria en Europa que no funciona** y que empieza a poner en peligro los logros positivos de la construcción europea, **un panorama bancario en mal estado** que sin embargo dispone de un importante lobby político que le permite oponerse a las reformas necesarias y **un Estado de bienestar que la mayoría de países ya no puede financiar** pero que resulta extremadamente difícil de cambiar en un sistema democrático, al menos mientras el principal objetivo de los políticos sea ser (re)elegidos. Con este panorama, las autoridades han decidido suspender las normas de la economía de mercado y poner en marcha **políticas monetarias y fiscales que no hacen sino aumentar los desequilibrios estructurales.** Además de agravar las diferencias entre ricos y pobres, **debilitan aún más la cohesión social.** No es posible predecir un desenlace favorable con semejante contexto. De todo lo anterior se puede deducir que las reglas de inversión tradicionales y, en particular, la distinción entre inversiones monetarias y en obliga-

Actualidad y análisis de los mercados financieros

... extractos del blog de Guy Wagner

www.guywagnerblog.com



ciones como inversiones sin riesgo o con riesgo bajo y acciones como activos con riesgo, ya no tienen sentido. En mi artículo del 16 de mayo ya escribí que **actualmente ya no hay inversiones sin riesgo**, sino que los riesgos difieren dependiendo de los tipos de inversión y del horizonte de inversión. Para las inversiones de renta fija, los riesgos que se asumen son la **pérdida de poder adquisitivo** (prácticamente garantizada hoy en día pero que la mayoría de los inversores parecen dispuestos a aceptar, al menos mientras la inflación oficial se mantenga moderada) y la **posibilidad de que no haya un reembolso del 100%** en los casos en que se busquen tipos de interés más elevados. En el caso de las inversiones en bolsa, el riesgo es una **pérdida de una parte del capital**. Cabe destacar, no obstante, que es importante **distinguir entre pérdida temporal o definitiva**.

Una pérdida definitiva en una inversión en acciones, o al menos una pérdida que no puede recuperarse en un plazo razonable, **puede deberse a 2 factores**: haber adquirido acciones de empresas de mala calidad o haber adquirido acciones de buena calidad a un precio demasiado alto. Sin embargo, **la calidad de las empresas que adquirimos y los múltiplos de valoración que pagamos se encuentran entre los pocos parámetros que podemos controlar en nuestra calidad de inversores**. En nuestro trabajo cotidiano, nos parece más racional concentrarnos en el análisis cualitativo y en la valoración de las empresas que tenemos en cartera o en las que pretendemos invertir, que intentar prever las medidas de las autoridades monetarias y políticas. De este modo, deberíamos estar en condiciones de **eliminar, o por lo menos de reducir en la medida de lo posible, el riesgo de pérdida duradera** en nuestras inversiones en acciones.

El riesgo de pérdida temporal es, en cambio, inherente a una inversión en bolsa. **Un**

inversor que no esté dispuesto a asumirlo, nunca debería invertir en acciones.

En resumen, nuestra estrategia de inversión **se basa en las diez constataciones siguientes**:

1. De un modo general, **los mercados de obligaciones resultan poco atractivos**. Ni los rendimientos especulativos ofrecidos por los países periféricos de la zona euro, ni la débil rentabilidad ofrecida por los países más sólidos de la zona euro o por las grandes potencias económicas mundiales suponen proposiciones de inversión razonables en términos de relación riesgo/rentabilidad.
2. El débil atractivo de las inversiones de renta fija hace que **las acciones sean la inversión por defecto**. Máxime teniendo en cuenta que, al contrario que las inversiones monetarias y en obligaciones, las acciones representan activos reales.
3. Las acciones de las autoridades monetarias deberían acarrear un aumento de la volatilidad, con una sucesión de **periodos de aumento y disminución de la aversión al riesgo**.
4. Los periodos de aumento de la aversión al riesgo son, hasta nuevo aviso, favorables al dólar y desfavorables a las acciones. Así pues, la moneda estadounidense constituye una especie de **cobertura contra el riesgo de acciones**.
5. En los mercados bursátiles, **las acciones de empresas de calidad que pagan dividendos regularmente deben tener preferencia**.
6. La situación económica actual de los países en vías de desarrollo es en muchos aspectos mejor que la de los países indus-

trializados, lo cual juega a favor de **una ponderación más importante de estos países en una cartera**.

7. No obstante, no debe haber confusión entre análisis macroeconómico y análisis microeconómico. La crisis europea no debería hacer olvidar la existencia de **un número importante de empresas europeas de gran calidad** y bien posicionadas para beneficiarse en particular del crecimiento de los mercados asiáticos.
8. Lo mismo sucede con las **empresas estadounidenses**.
9. Las políticas monetarias llevadas a cabo actualmente **podrían provocar un mayor problema inflacionario a medio plazo**, lo cual favorece al **oro**, con respecto a las **empresas auríferas**. La explosión de la oferta potencial de euros, dólares, libras, yenes y francos suizos y el débil aumento de la oferta del oro favorece asimismo una **apreciación del oro** en relación a esas monedas.
10. En cuanto a la distribución de divisas, una **diversificación en las monedas de países cuyos fundamentos sean superiores** es una decisión sensata. Es el caso especialmente del dólar de Singapur, del dólar canadiense y de las monedas escandinavas.

(* La actividad económica depende de la existencia de un grado de confianza entre extraños. El dinero es el agente de cambio, por lo que es también el agente de confianza. En consecuencia, la degradación del dinero conlleva la degradación de la confianza sobre la que se asienta la cohesión social. Una mayor degradación del dinero causará una mayor degradación de la sociedad.)