

Perspectivas Globales

Agosto 2009

Hace 24 meses (julio de 2007), estábamos a punto de entrar en uno de los periodos financieros más tormentosos de la historia.

¿Dónde nos encontramos en la actualidad?

1. La economía y los beneficios corporativos.

La economía mundial sigue afrontando claramente importantes retos, aunque parece probable que lo peor haya pasado y que no nos adentraremos en una depresión importante, como algunos temían hace menos de seis meses.

Los principales desafíos procederán del **aumento del desempleo, el repunte de los déficits presupuestarios, y el muy difícil acceso al crédito** para todas las empresas, salvo las más grandes.

El descontento social y el aumento de impuestos parecen inevitables y la tentación de no afrontar los problemas parece irresistible.

Tras una recapitalización cara y masiva de los principales bancos, con dinero privado y público, **el riesgo de un colapso sistémico de tipo dominó del sistema financiero** (nuestro temor en agosto de 2007) **parece bastante remoto en la actualidad**, aunque admitimos que esta ya era nuestra percepción hace 12 meses (en agosto de 2008, antes de Lehman Brothers y antes de AIG).

La buena noticia radica en que la mayoría, si no todas las empresas, han **reducido sus inventarios** enormemente (esto ha agudizado la ralentización posterior a Lehman) y que la producción debe repuntar desde los niveles actuales, que son mínimos.

Las empresas siguen en el proceso de **reducir los costes operativos**, lo que en resumen a medio plazo continuará suponiendo incertidumbre económica, aunque, por otra parte, ha tenido un impacto importante y positivo sobre los márgenes.

¡Los resultados de las empresas durante la primera mitad de 2009 no son en general tan malos como se preveía! En algunos casos incluso han sido buenos, lo que demuestra un punto importante para las empresas. SON ADAPTABLES.

La gran noticia es que el **coste de la financiación de la deuda ha bajado** sustancialmente en los últimos seis meses, al menos para las empresas más grandes y sólidas, lo que implica que la participación en los beneficios para los propietarios del capital, tras los gastos financieros, será superior a lo que se esperaba inicialmente.

2. Inflación y tipos de interés.

El objetivo principal en la gestión de activos, consiste en mantener y aumentar dentro de lo posible el poder adquisitivo de los mismos. La inflación futura es por tanto fundamental en los procesos de planificación.

En toda esta montaña rusa, nuestra opinión sobre la inflación se ha mantenido estable.

A comienzos de 2008, las previsiones de inflación repuntaron mucho por el aumento de los precios de las materias primas, independientemente de la contracción global del crédito.

A finales de 2008, las previsiones se desplomaron hacia territorio negativo. La deflación se convirtió en la nueva palabra de moda y se integró en la curva de rendimiento.

A comienzos de 2009, registramos cierto proceso de "normalización" y las previsiones de inflación volvieron a situarse en el intervalo de entre el 1% y el 2% para EE.UU. y Europa. Las políticas expansionistas aumentando los déficits presupuestarios y la deuda de los bancos centrales son la principal fuente de preocupación.

Nuestra visión respecto a la inflación no ha cambiado demasiado.

Cuando todo el mundo se encuentra en una fase de contracción del crédito, la inflación suele ser muy baja (posiblemente negativa).

Cuando todo el mundo salga de la fase de contracción (lentamente aunque de forma segura), los bancos centrales deberían adoptar unas medidas más restrictivas disminuyendo la masa monetaria en circulación. Existe aún tanto exceso de capacidad en básicamente todos los sectores que la inflación debería tender a la baja durante bastante tiempo.

Si la inflación se mantiene baja, los tipos de interés en general deberían mantenerse bajos, especialmente respecto a instrumentos de riesgo reducido. Si esto pasa a ser cierto, muchos inversores se verán sorprendidos al tener que afrontar problemas de flujo de efectivo.

En otras palabras, gestionan en la actualidad el "riesgo de reinversión".

Por tanto, recomendamos a las personas que piensen acerca del impacto potencial de los menores tipos de interés en su bienestar económico y consideren bonos de mayor duración.

3. Sentimiento y filosofía del inversor.

El repunte del segundo trimestre no implica que los inversores hayan adoptado repentinamente una actitud demasiado optimista de nuevo.

Los inversores han pasado de una situación de "pánico ciego" a otra de "escepticismo saludable" y "aumento de la perspicacia".

Un recordatorio: los inversores siempre están convencidos de que las ralentizaciones económicas son un mal momento para invertir. Realmente, lo cierto es lo contrario, ya que las ralentizaciones son un gran momento para invertir.

¿Por qué?

Durante las ralentizaciones, muchos precios bajan, entre los cuales, el precio del dinero. Las empresas se ven presionadas y obligadas a aumentar su productividad.

Antes o después, la actividad económica repunta de nuevo (las recesiones no duran para siempre!) y los beneficios de las empresas también repuntan.

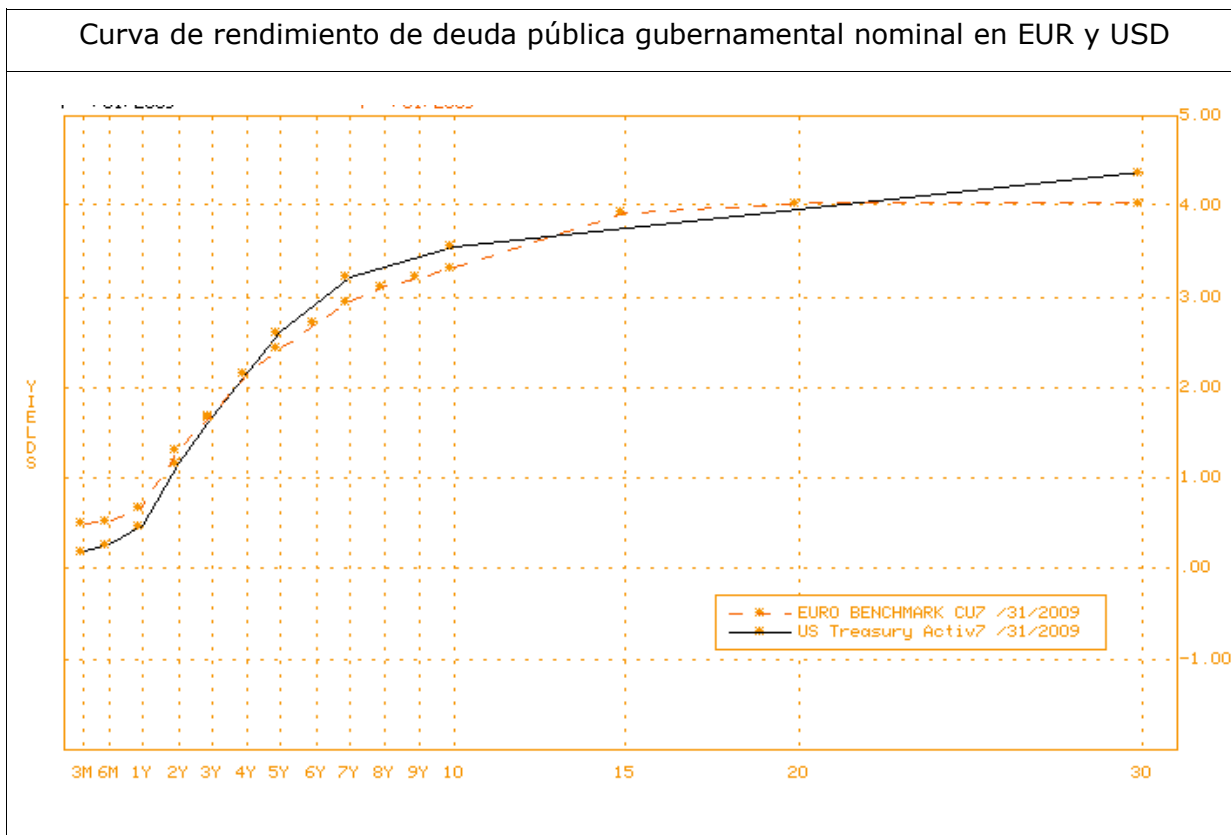
Todavía queda mucho camino por recorrer para que los rendimientos de la inversión y el crecimiento económico se sitúen en un nivel de "optimismo y confianza".

Por otra parte, los cínicos y los pesimistas están poniéndose un poco nerviosos. Por supuesto, recomendarán esperar ante las correcciones inevitables, que pueden suceder, o no.

En resumen, el entorno psicológico está cerca de ser perfecto.

4. Valoraciones de activos y rendimientos esperados.

4. 1. Bonos de Gobierno nominales



En el caso de la deuda pública gubernamental, las cuestiones principales son la inflación y el riesgo de cambio de divisa.

Ante nuestra visión positiva sobre la inflación, creemos que, independientemente del aumento reciente en los tipos a largo, queda algo de valor en los Bonos de Gobierno.

Desde una perspectiva de asignación de activos, son una clase de activo con rendimientos que están correlacionados poco o negativamente con los rendimientos sobre los activos corporativos. Ahí reside su valor.

Hemos aumentado nuestra inversión en renta fija dedicada a bonos del Estado en euros hasta el 20%.

4.2. Bonos de Gobierno ligados a la inflación

Rendimientos de la deuda pública real en EUR y USD e inflación prevista			
Aug 1, 2009			
EUROPE-EURO			
	Nominal Bond Yields	Real Bond Yields	Discounted Inflation
1 yr	0.60	0.40	0.20
3 yrs	1.70	0.70	1.00
5 yrs	2.45	1.40	1.05
10 yrs	3.30	1.55	1.75
20 yrs	4.05	1.75	2.30
30 yrs	4.05	1.70	2.35
USA-USD			
	Nominal Bond Yields	Real Bond Yields	Discounted Inflation
1 yr	0.50	0.65	-0.15
3 yrs	1.65	1.15	0.50
5 yrs	2.60	1.30	1.30
10 yrs	3.55	1.70	1.85
20 yrs	4.10	1.95	2.15
30 yrs	4.35	2.10	2.25

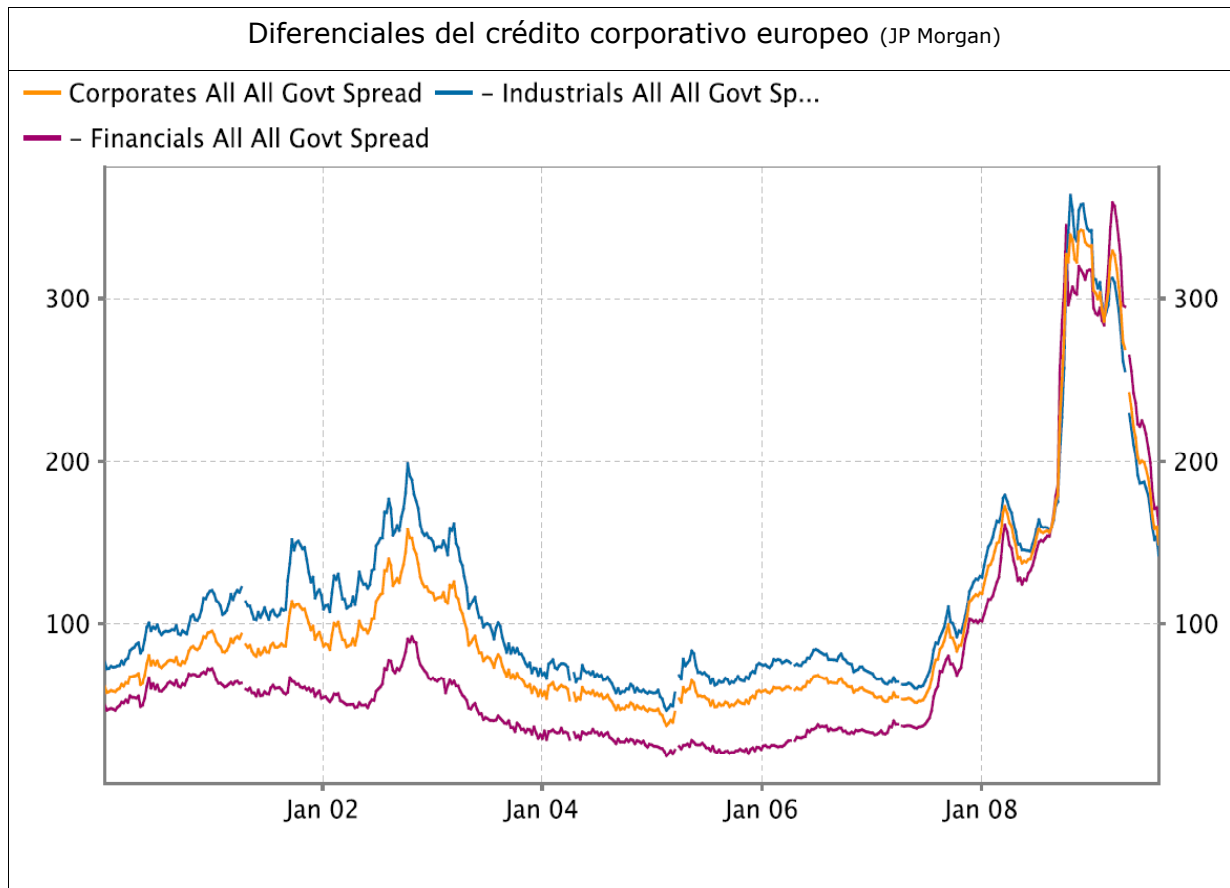
Los datos de inflación anteriores previstos se sitúan básicamente en línea con nuestras estimaciones.

Por tanto, creemos que tampoco hay mucho valor en Bonos de Gobierno ligados a la inflación.

Desde una perspectiva de asignación de activos, son una clase de activo con rendimientos que están correlacionados poco o negativamente con los rendimientos sobre los Bonos corporativos y, lo que es más importante, potencialmente también con los Bonos de Gobierno nominales (en un escenario de aumento de la inflación). Ahí reside su valor.

Hemos reducido nuestra inversión en renta fija dedicada a bonos de Gobierno ligados a la inflación en euros hasta el 20%.

4.3. Deuda corporativa



El gráfico anterior refleja el nivel de pánico. Cuando los diferenciales de las empresas se disparan quiere decir que los mercados están muy preocupados por el riesgo crediticio, el riesgo de que no se les devuelva el dinero.

La crisis de confianza de 2002 (provocada por las estafas de Enron y Worldcom) ya fue bastante seria, aunque ahora, comparada con todo lo que ha pasado en 2008, parece insignificante.

Creemos que el anterior aumento de las rentabilidades ha dado lugar a una oportunidad única para comprar rendimientos futuros.

Una oportunidad que, obviamente, no está exenta de riesgos (nunca lo están), pero cuyos riesgos son controlables.

El riesgo crediticio puede controlarse mediante el análisis, la selectividad y la diversificación.

El 60% de nuestra inversión en renta fija está dedicada a Bonos Corporativos.

Las empresas cuyas obligaciones adquirimos a través de nuestros fondos de inversión y nuestras carteras particulares se analizan continua y exhaustivamente.

Analizamos deuda de empresas con un apalancamiento razonable, cuya amortización se distribuye a lo largo del tiempo y con modelos empresariales sostenibles.

Nuestros fondos de Bonos Corporativos son un 12% superiores (interés acumulado + precios superiores) a la media en lo que va de año, mientras que el rendimiento medio al vencimiento está aún cercano al 5%, con una duración de 6 años.

Una vez más, nos gustaría llamar su atención sobre esta gran oportunidad. Mucha gente sigue guardando su dinero en

- 1) el banco
- 2) a unos tipos de interés muy bajos (1-3%)
- 3) y en depósitos a corto plazo.

Hay tres razones básicas para cambiar:

- 1) Los bancos siguen y seguirán teniendo los balances contables con mayor apalancamiento. Por supuesto, los gobiernos han intentado tranquilizar a los inversores sobre la seguridad de sus inversiones.
- 2) Los tipos disponibles para las obligaciones privadas de calidad son sustancialmente mayores (4-7%), y sus riesgos son controlables.
- 3) Es posible mantenerse en estos atractivos tipos durante más tiempo (de 5 a 15 años). Si tiene una visión positiva de la inflación, como es nuestro caso, esta es una excelente oportunidad.

4.4. Renta variable

Esta es, con mucho, la clase de activos más difícil de evaluar, ya que todos los parámetros son muy inciertos y fluctúan con el tiempo.

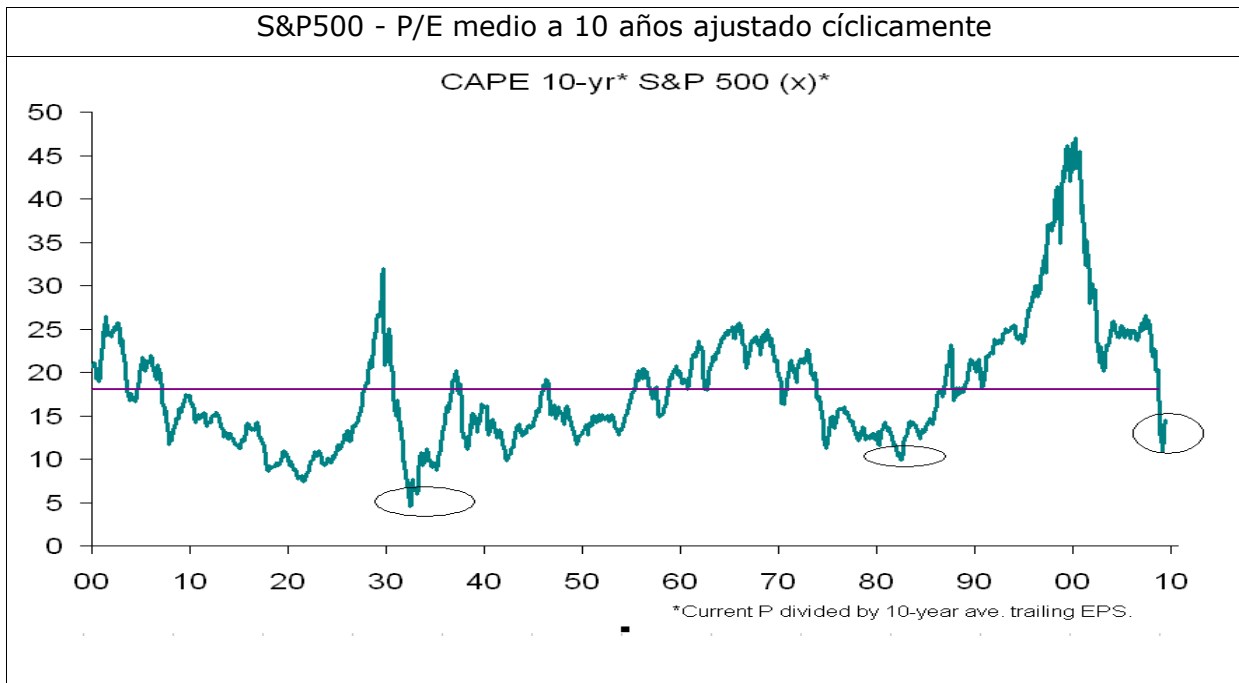
Los ingresos de las empresas son inciertos y fluctuantes. Por suerte, algunos costes son variables (bajan al ritmo de otros ingresos inferiores), los costes fijos pueden controlarse y adaptarse (con algún retraso) y pueden retrasarse algunos desembolsos (inversión en capital fijo de crecimiento), amortiguando en cierta medida está incertidumbre básica.

Los flujos destinados a los accionistas (flujo de caja disponible => dividendos) son inciertos y volátiles, pero gracias a la flexibilidad y capacidad de adaptación de las empresas son, posiblemente, menos arriesgados de lo que cabría esperar en plena recesión.

El coste empresarial del capital también es volátil y (1) está estrechamente relacionado con la incertidumbre reinante en la economía y los beneficios empresariales.

Por tanto, de hecho, cuando en los buenos momentos, los mercados descuentan beneficios empresariales altos con un bajo coste de capital, y cuando llega la mala racha, los mercados descuentan beneficios empresariales bajos con un alto coste de capital.

Y esta es la razón, dicho de manera sencilla, por la que los precios de la renta variable siempre han sido y siempre serán volátiles.



P: ¿Cómo maneja la inevitable volatilidad de los precios de la renta variable?

R1: ¡No invirtiendo su capital en esa clase de activos!

R2: Intentando ver las cosas con perspectiva.

Eso es precisamente lo que refleja el gráfico más arriba.

Los beneficios son volátiles, aunque, a través de los ciclos, las empresas son flexibles y se adaptan, en general, sobreviviendo y manteniendo su rentabilidad. Los beneficios y pérdidas extremos se suavizan a lo largo de un periodo de diez años hasta llegar a un arrastre de beneficios «normalizado» o «ajustado cíclicamente». Puede aprovecharse esta optimización de los beneficios pasados normalizados y de los precios actuales para conseguir una relación precio-ganancia cíclicamente ajustada o normalizada.

Este gráfico transmite un mensaje muy sencillo: **¡Las acciones están baratas!**

A lo largo de los últimos 110 años, solo en dos ocasiones los precios de las acciones han sido potencialmente más baratos que hoy: a mediados de la década de 1930 y a principios de la década de 1980. En ambas ocasiones, siguieron mercados alcistas.

Los mercados han descontado beneficios de bajos a muy bajos con un alto coste de capital

En CapitalatWork creemos que los mercados descontarán, de forma lenta pero segura, buenos beneficios con un coste normalizado de capital y por lo tanto, ofrecerán atractivos beneficios (dividendos y aumentos de precios) a los inversores pacientes y con criterio.

5. Estrategia de inversión.

En vista de todo lo anterior, en CapitalatWork tenemos la siguiente asignación de activos indicativa en nuestras carteras equilibradas (50% máximo de renta variable)

Asset Classes			
Sub-Asset Classes			
Renta Fija Corto Plazo 5%			
RF Corporativa 50%	Bonos de Gobierno 50%		
Renta Fija Medio Plazo 60%			
Bonos de Gobierno nominales 20%	Bonos Ligados a la Inflación 20%	Bonos Corporativos 60%	Otros 0%
Renta Variable 35%			
American Equities 20%	European Equities 43%	Asian Equities 10%	Otros 27%
			Contrarian Equities 25%
			Emerging Mkts ETF 2%

Los Fondos de CapitalatWork, han obtenido en lo que va de año, una remarcable rentabilidad tanto absoluta como relativa.

CapitalatWork Funds	31 de Julio de 2009 - Ytd return –en Euro
Cash+ at Work	+3,94%
Cash+ Opportunities	+1,64%
Inflation at Work	+2,05%
Government Bonds at Work	+2,03% (Lanzado el 15 de junio de 2009)
Corporate Bonds at Work	+12,88%
European Equities at Work	+14,97%
American Equities at Work	+17,72%
Asian Equities at Work	+37,84%
Contrarian Equities at Work	+23,37%
Contrarian Euro Equities at Work	+11,17%
Global Opportunities at Work	+19,39%

No dude en llamarnos si necesita obtener más información, o desea analizar una cartera o cualquier otra cuestión relacionada con la gestión de su activo y pasivo.

CapitalatWork, member of Foyer Group, Agosto 2009
Editor responsable: Ivan Nyssen

Aviso legal: Este informe ha sido creado por CapitalatWork para uso interno y uso e información de sus clientes. Queda prohibida la reproducción o distribución total o parcial de dicho informe por cualquier motivo sin autorización previa. Aunque la información está basada en datos fidedignos, CapitalatWork no se hace responsable de la veracidad de la misma. Esta información no constituye, bajo ninguna circunstancia, asesoramiento inversor, legal, fiscal o de otra naturaleza. El valor y la rentabilidad de los instrumentos financieros e inversiones mencionadas en este documento pueden disminuir o aumentar y, como consecuencia, los inversores pueden recibir una cantidad menor a la invertida originalmente.