

# Perspectivas globales

Agosto 2010

## **La búsqueda de beneficios de inversión en un mundo en proceso de reducción de deuda**

### **¿En qué consiste realmente invertir y por qué es tan importante?**

Invertir es comprar rentas futuras. Es desembolsar un dinero hoy esperando conseguir más dinero más tarde.

Con la posible excepción de las rentas procedentes de la deuda pública, invertir es permitir que personas (jurídicas o físicas) emprendan algún tipo de «actividad que genere valor añadido». Incluso los gobiernos obtienen algunos de sus recursos a partir de servicios que generan valor añadido: En algunos casos proporcionando las infraestructuras necesarias a otros para que estos creen valor añadido y, en última instancia, gravando estos procesos de creación de valor añadido.

El concepto de «valor añadido», por tanto, es la piedra angular de toda actividad económica y de la rentabilidad que esta proporciona.

**Aquellas personas o empresas que no generan valor añadido, ya sea a través de su trabajo o de sus inversiones, no pueden esperar ingresos.**

En otras palabras, solo el trabajo o las inversiones que generan valor añadido pueden ser fuentes consistentes de ingresos.

Invertir el capital propio de forma inteligente resulta por lo tanto muy importante, mucho más importante de lo que la gente piensa o de lo que le gustaría.

El trabajo de un inversor o de un gestor de inversiones, por tanto, es asignar el capital a actividades con un «alto valor añadido», a precios razonablemente bajos y con riesgos aceptables.

### **¿Qué es el riesgo de inversión y por qué es crucial comprenderlo?**

El riesgo, en general, es la posibilidad de que le ocurra algo desfavorable a algo o a alguien.

Más específicamente, el riesgo de una inversión es la posibilidad de obtener una rentabilidad menor de la esperada y eventualmente negativa, en una inversión o cartera de inversiones.

El riesgo de inversión tiene cuatro elementos:

1. Riesgo de ingresos: la posibilidad de que los ingresos previstos no se materialicen, en cantidad (menos de lo esperado) o en el tiempo (con retraso conforme a lo esperado). Sin duda, hay innumerables razones (= innumerables riesgos) por las que los ingresos previstos podrían no materializarse.

2. Riesgo de divisa: la posibilidad de que la divisa en la que deberían materializarse los ingresos caiga considerablemente en relación con la divisa en la que se prevé la rentabilidad.

3. Riesgo de tipos de interés: la posibilidad de que los tipos de interés suban o bajen. Cuando los tipos de interés suben, se corre un riesgo de precio, ya que si lo demás permanece inalterable, el valor de los ingresos futuros descontados a un tipo de interés más elevado es menor. Cuando los tipos de interés bajan, se corre el riesgo de reinversión, ya que cuando venzan las inversiones actuales, solo se podrá reinvertir con unas expectativas de rentabilidad menor.

4. Riesgo de liquidez: es la posibilidad de no poder vender las propias inversiones llegado el caso de que se necesite liquidez. Para poder liquidar las inversiones, podría tener que aceptarse un precio de desinversión, en su caso, considerablemente por debajo del valor intrínseco de las mismas.

Tenemos que ser conscientes de que cuando queremos conseguir ingresos futuros mediante una inversión inmediata, esta siempre conlleva un riesgo intrínseco e inevitable.

Pero cuidado, no saque conclusiones erróneas de esta sencilla aunque fundamental idea.

Es imposible conseguir ingresos sin asumir riesgos, pero... asumir riesgos no lleva necesariamente a conseguir ingresos.

De hecho, y en contra de lo que muchas personas piensan y de lo que muchos profesionales de la inversión sostienen, asumir grandes riesgos normalmente conlleva grandes pérdidas.

Es difícil, inútil e incluso quizá hasta contraproducente, intentar cuantificar el riesgo que asumimos o calcular las probabilidades de que algo salga mal cuando uno invierte.

Esta imposibilidad de predecir estos acontecimientos desfavorables y de cuantificar cada riesgo no implica que sea imposible entender y gestionar los riesgos. Sin embargo, nunca pueden eliminarse por completo.

### **¿Cómo podemos, en el mundo actual, conseguir ingresos futuros y cuáles son los riesgos que ello implica?**

#### 1. La situación general: el mundo sigue en proceso de reducción del endeudamiento

Tres años atrás, en julio de 2007, estábamos a punto de entrar en una crisis crediticia y de liquidez sin precedentes, como consecuencia de la caída del mercado inmobiliario de EE.UU.

Los problemas de crédito, que empezaron en el hoy infame mercado de las hipotecas «sub-prime» de EE.UU., se extendieron a otros muchos segmentos de los mercados de crédito y a otras regiones.

A partir de un problema clásico de mala asignación de capitales hacia activos arriesgados con rentabilidades muy bajas, pronto nos encontramos en **una fase de desapalancamiento masivo a nivel mundial**, en la que estamos inmersos todavía y que prevemos que continúe a medio plazo.

El exceso de deuda se ha transferido parcialmente del sector privado al público. Eso significa que los impuestos subirán. Los impuestos sobre el capital y/o los rendimientos del capital subirán. Dado que el trabajo ya está gravado en exceso y que el desempleo será elevado, la contribución de los trabajadores se materializará a través de más años de trabajo. El gasto público se reducirá. Y no se trata solo de posibilidades, sino de certezas.

**La peor noticia** es que la mayoría de los compromisos financieros aún no se han registrado en las cuentas públicas. Los compromisos de los Gobiernos en relación con el futuro de las pensiones y los futuros costes de la sanidad son gigantescos comparados con las deudas actuales, como puede verse en la siguiente tabla.

**Tabla: Coste de la crisis vs. Coste del envejecimiento (valor actualizado, % del PIB)**

	<b>Crisis</b>	<b>Envejecimiento</b>
Australia	30	482
Canada	21	726
Francia	31	276
Alemania	29	280
Italia	35	169
Japón	35	158
Corea	20	683
Méjico	13	261
España	39	652
Turquía	22	204
Reino Unido	48	335
Estados Unidos	37	495
<b>Países desarrollados G-20</b>	<b>35</b>	<b>409</b>

Fuente: FMI, Exane BNP Paribas

Este problema de «envejecimiento de la población en un estado del bienestar generoso» no debe ser subestimado.

Por lo tanto, toda insistencia en este tema es poca: los actores económicos con una deuda excesiva, entre los que destacan los gobiernos de EE.UU. y de Europa, así como los consumidores de EE.UU., seguirán intentando reducir sus compromisos actuales y futuros.

En el caso de los contribuyentes beneficiarios de seguros públicos, es decir, prácticamente todo el mundo, será un proceso largo y doloroso: un argumento más a favor del **ahorro y de las inversiones privadas**.

La mayor parte de las medidas de reducción de la deuda son deflacionarias, lo que implica que en algunos países, como Dubai, Grecia, Hungría, España o Portugal, la deflación sea una certeza. Para muchos otros países, una clara posibilidad.

Por tanto, la situación económica seguirá siendo muy difícil, por decirlo de forma suave, y centrada aún en la productividad empresarial, en un alto nivel de desempleo, una tasa de inflación baja y unos tipos de interés muy bajos.

Las **buenas noticias** son que:

- Unos tipos de interés bajos o muy bajos resultan positivos para la economía y muy positivos para la valoración de los activos.
- Una reducción del gasto público favorecerá los márgenes de las empresas privadas, sector donde realmente se encuentra una importante creación de valor añadido.
- El proceso de globalización y de crecimiento global crea unas necesidades enormes en términos de infraestructuras, producción de energía, gestión del agua, sanidad, producción de alimentos, ocio, etc.
- Una coyuntura económica difícil no constituye necesariamente un mal clima para la inversión: ¡todo lo contrario!

Con una inflación baja y unos tipos de interés bajos, los inversores que buscan beneficios deberán decantarse por los activos **DE LARGA DURACIÓN**. Sin duda, los precios de los activos de larga duración son más volátiles, por muy estables y predecibles que puedan ser las previsiones de sus beneficios.

La mayor parte de los inversores simplemente no están listos para afrontar este entorno desinflacionista, tras haber huido de la volatilidad durante la crisis de 2007-2009.

¡Pero la incapacidad de asumir ciertos riesgos controlables, se ha convertido realmente en el peor riesgo!

## 2. Deuda pública.

El primer semestre de 2010 resultó inusualmente agitado en los mercados de deuda pública.

### **2.1 Por primera vez en muchos años, los mercados empezaron a preocuparse por el estado de las finanzas de algunos Gobiernos.**

Mientras que el foco de interés se dirigió principalmente a Europa, la primera sorpresa negativa vino en realidad de Dubai. Muy pronto, le siguió Grecia, tras admitir que había manipulado sus datos económicos y hecho trampas para facilitar su entrada en la Unión Económica y Monetaria de Europa.

Los inversores en renta pública, varados durante largo tiempo en el sueño de la convergencia en el seno de la UE, empezaron de repente a sentir miedo. Los costes de financiación para Grecia, Irlanda, España y Portugal se dispararon.

Lo bueno de estas graves turbulencias es que han puesto claramente de manifiesto cuáles son los puntos flacos insostenibles. Los organismos de regulación de los mercados de deuda pública se han fortalecido y los políticos deberán escucharles muy seriamente. Es una excelente noticia.

Y finalmente, los políticos se dieron por enterados y actuaron. Con solo algunas excepciones, todos los Gobiernos europeos anunciaron medidas para la reducción de los déficits en el segundo trimestre.

Obviamente, aún queda mucho por hacer, y se hará. Y sin duda, la mayoría de los países fuera de la UE tendrán que seguir el mismo camino.

La gran pregunta ahora es: ¿cuándo actuará EE.UU.? Ya debería haberlo hecho. Sin embargo, la administración Obama sigue desarrollando medidas de estímulo que conducen a aumentar los déficits. Deberían empezar a trabajar seriamente en la reducción del déficit si no quieren, tras las elecciones legislativas en diciembre (mitad del mandato), hacer peligrar las presidenciales de 2013.

Por primera vez, y gracias a la implacable presión de los mercados de deuda pública, es razonable pensar que las cuentas públicas sean mucho más saludables de aquí a entre cinco y quince años.

## 2.2. Del temor a la inflación al temor a la deflación

Como puede observarse en los siguientes gráficos, los tipos han seguido cayendo a niveles históricamente bajos, teniendo en cuenta que la inflación no puede ser ni será un problema en el futuro cercano.

### **Rentabilidad del bono del Gobierno alemán a 10 años - Gráfico de los últimos 20 años**



Fuente: Bloomberg

En CapitalatWork, llevamos hablando de desinflación y deflación desde enero de 2008.

La deflación no tiene por qué ser un gran problema, siempre que el inversor no esté demasiado endeudado y que tenga unos ingresos regulares y estables, ya procedan estos del trabajo o de inversiones.

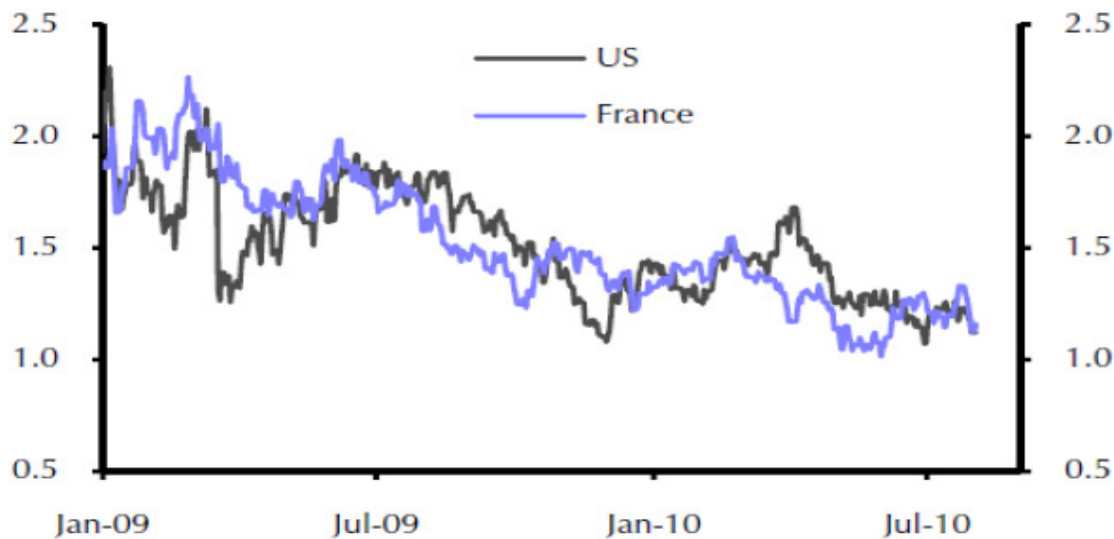
La compra de bonos públicos con unas rentabilidades en torno al 2,0% o 3,0% no resulta muy atractiva, salvo si se la compara con los bajos tipos a corto plazo (entre el 0% y el 1%) y con una tasa de inflación comprendida entre el -2% y el +2%.

Con unas rentabilidades en Yen a 10 años en torno al 1% y unas rentabilidades en Francos Suizos a 10 años en torno al 1,15%, no podemos descartar que los tipos largos caigan por debajo del 2% en una Europa marcada por un proceso de reducción de deuda y de desinflación.

Claramente, no queda mucho valor en los Bonos de Estados. Si tenemos algunos, creemos que deberían ser a largo plazo, como complemento a los bonos corporativos, y conscientes en todo momento del riesgo de un posible repunte de los tipos a largo plazo cuando la economía se recupere considerablemente.

Y aún queda menos valor en los bonos ligados a la inflación, ya que los tipos reales han caído también por debajo de mínimos históricos.

### **Bonos del Estado ligados a la inflación (rentabilidad real a diez años en %)**



Fuente: Capital Economics

De hecho, desde los bajos niveles actuales, los tipos reales podrían subir significativamente en caso de que se dieran escenarios inflacionistas o deflacionistas. No es una perspectiva muy halagüeña.

### **3. Bonos Corporativos.**

Los resultados en el sector privado, a excepción del sector bancario obviamente, constituyen una grata sorpresa de esta crisis y un sano soporte para la recuperación económica.

¿Cómo es posible?

En primer lugar, muchas sociedades no financieras no estaban demasiado endeudadas al comienzo de la crisis. En CapitalatWork, incluso creemos que algunas empresas e industrias específicas no tenían suficiente apalancamiento, lo que ha resultado ser una bendición.

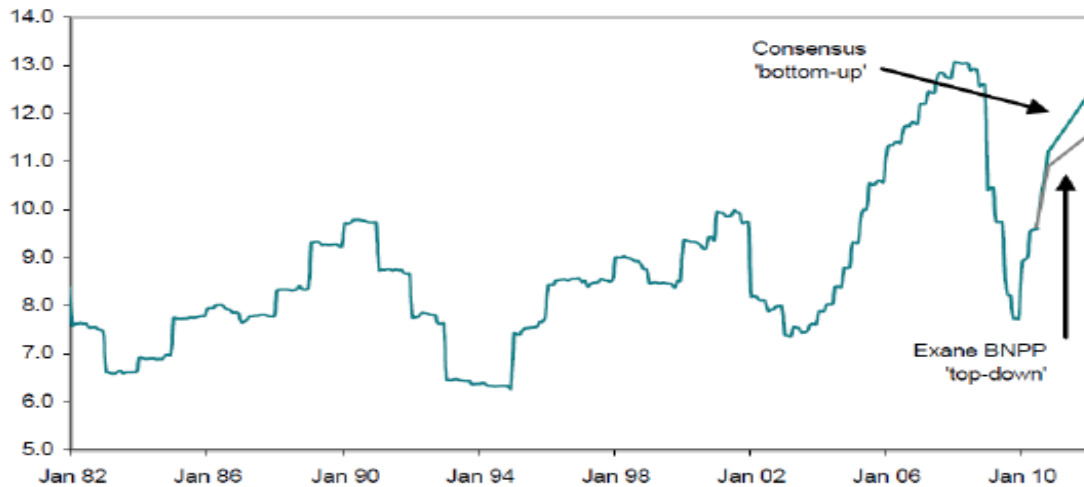
En segundo lugar, debido a la cercanía de la anterior recesión económica (2002/2003), muchas empresas aún estaban trabajando en la mejora de su productividad.

En tercer lugar, las economías llamadas «emergentes» gozan de mucha mejor salud financiera que las economías «tradicionales», con unas cuentas públicas y un sector bancario mucho más sólidos. Como consecuencia, han podido seguir creciendo durante la crisis de 2007/2009.

Gran parte del crecimiento de los ingresos brutos de las empresas no financieras de EE.UU. y de Europa proviene del crecimiento de los mercados emergentes.

En cuarto lugar, incluso EE.UU. y Europa han vuelto a crecer, aunque de forma dispar. El crecimiento económico se debe a las medidas de estímulo y de un proceso de reposición de inventarios después de los enormes destocages de 2008. Los tipos de interés extremadamente bajos y la renovación de las inversiones en capital, gracias a la mejora de los balances, son otras fuentes de crecimiento.

**Margen de EBIT (Europa, sin incluir a las empresas financieras) Método "top-down" de Exane frente al consenso "bottom-up"**



Fuente: Exane BNP Paribas

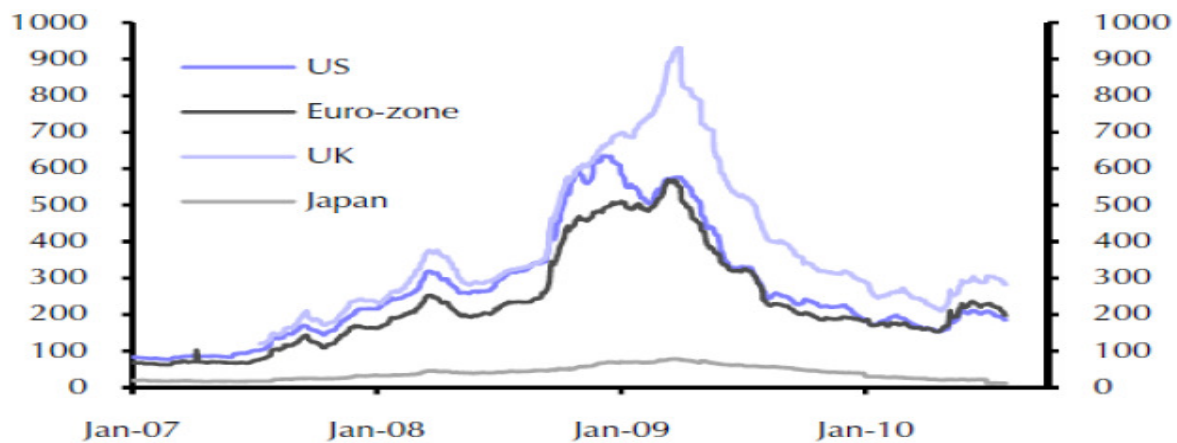
En cualquier caso, en un mundo en el que las finanzas públicas empeoran, la salud empresarial surge como un oasis en el desierto, aún cuando las empresas, especialmente las más rentables, se enfrentan continuamente al peligro de la intervención del gobierno, la regulación, los impuestos e incluso la confiscación, como se ha visto en Rusia o Venezuela.

En CapitalatWork, creemos que los bonos corporativos siguen ofreciendo valor.

Nos sentimos cómodos teniendo en las carteras unos buenos bonos corporativos bien diversificados, emitidos por compañías que siguen generando sólidos flujos de caja con una buena visibilidad sobre las perspectivas de futuro.

De esta forma, creemos que disponemos de un buen margen de visibilidad y de seguridad además de un buen nivel de rentabilidad, como puede apreciarse en el siguiente gráfico.

**Diferencial de los bonos corporativos (Medias 7-10 años en puntos básicos)**



Fuente: Capital Economics

#### 4. Acciones

Es la clase de activos en los que la inversión y el trabajo, las dos fuentes de ingresos, se relacionan de forma más estrecha. Y en la que nuestra idea de activos con una larga duración adquiere su mayor significado ya que las acciones, en teoría, tienen una duración indefinida.

¿Significa esto que somos optimistas en relación con las acciones?

Normalmente, ser optimistas con respecto a las acciones implica pensar que subirán las cotizaciones en un futuro no muy lejano.

En CapitalatWork, ante todo, nos llama la atención la constante rentabilidad de las empresas no financieras, por sus cuentas muy sanas y sus bajas valoraciones.

Una rentabilidad sólida, junto con unos balances sanos, permite a las empresas devolver liquidez a sus accionistas, ya sea en forma de dividendos o de recompra de acciones. Antes de mirar cualquier apreciación o depreciación de una cotización, los accionistas, por lo general, pueden esperar obtener **entre un 2% y un 4% por dividendos anuales**. Obviamente, algunas empresas tienen una rentabilidad por dividendos muy superior (hasta el 6% o 7%) y otras muy inferior (del orden del 1%). En EE.UU. se tiende más a recomprar las acciones.

¿Valoraciones?

En las actuales condiciones del mercado (a 30 de agosto, 252 en el Eurostoxx600 y 1060 en el S&P500), se espera que las empresas obtengan **beneficios en 2010, de los cuales ya se han realizado la mitad, equivalente a aproximadamente un 8% de las cotizaciones del mercado, o a una relación precio/beneficios de 12x.**

#### Valoración - Previsiones de consenso

##### *Por índice*

	P/E (x)		
	2009	2010e	2011e
MSCI Europe	16.4	11.8	10.2
MSCI Europe Large Cap	15.6	11.3	9.8
MSCI Europe Mid Cap	22.4	15.3	12.3
MSCI Europe Small Cap	28.8	14.7	11.2
MSCI Euro	15.0	11.2	9.7
CAC 40	16.0	11.3	9.7
DAX 30	17.6	11.9	10.1
SBF 250	18.2	11.5	10.2
IBEX 35	11.5	10.7	9.6
FTSE 100	17.0	11.6	9.7
SMI	16.3	12.1	10.7
MSCI USA	19.3	13.7	11.8

Fuente: Exane BNP Paribas

Aquí, de nuevo, se trata de una media. CapitalatWork invierte en numerosas empresas capaces de generar beneficios superiores al 8% del precio en bolsa.

Un ejemplo es el de **Intel**, que, según los precios actuales (18 USD), se prevé que genere +/- 2,0 USD de liquidez por acción, lo que equivale al **11% de la cotización en bolsa**. Intel tiene 17 000 millones de USD de liquidez y no tiene deudas!.

En circunstancias normales (¿pero qué es normal?), eso resultaría muy atractivo. En las circunstancias actuales, con la rentabilidad de los bonos de Gobierno a niveles históricamente bajos (oscilando entre el 0,5% y el 3,0%), es simplemente irresistible!

¿A qué se deben estas valoraciones tan bajas?

Los inversores no parecen creer que los actuales niveles de rentabilidad vayan a mantenerse en el futuro, por no hablar de que pudieran seguir creciendo.

La buena noticia es que **las valoraciones actuales de las acciones no tienen por qué crecer para resultar atractivas**, basándose en un rendimiento exigido de entre el 9% y el 11%. A veces, las valoraciones son tan bajas que en realidad implican un crecimiento negativo de los beneficios!! No hay duda de que habrá un crecimiento en el futuro, pero no es necesariamente urgente ni imperativo.

**Estas valoraciones tan bajas constituyen verdaderas oportunidades para comprar acciones de empresas de primer orden a largo plazo.**

### En conclusión, ¿dónde vemos valor?

En CapitalatWork, creemos que existe...

- 1. Un valor defensivo** en los bonos del estado a largo plazo de países fuertes, en caso de que entremos en una situación desinflacionista o deflacionista, algo que, en nuestra opinión, ocurre.
- 2. Un valor notable** en bonos corporativos a largo plazo de compañías con cuentas muy saludables.
- 3. Un valor excepcional y contrario** en acciones de empresas con unas cotizaciones que reflejan unas previsiones muy pesimistas.
- 4. Un valor importante** en las divisas de los países emergentes que combinan unas sólidas cuentas públicas con unas perspectivas de crecimiento sostenidas.
- 5. Un valor oportunista** en algunas estrategias específicas con productos derivados.

### Los fondos de CapitalatWork

Los fondos de CapitalatWork	Rendimiento hasta la fecha (en euros) a 27 de agosto de 2010
Cash+ at Work	1,91%
Inflation at Work	8,32%
Government Bonds at Work	10,74%
Corporate Bonds at Work	11,16%
European Equities at Work	0,44%
American Equities at Work	10,26% (-2,22% en USD)
Asian Equities at Work	12,49%
Contrarian Equities at Work	4,72%
Contrarian Euro Equities at Work	-1,78%

## Las carteras de CapitalatWork

Nuestras carteras se han comportado muy bien, con rentabilidades positivas y baja volatilidad, algo que, por supuesto, no puede garantizarse en el futuro.

No tenemos NINGÚN dinero invertido en ninguno de los países con mayores problemas.

Tenemos POCO o NINGÚN dinero invertido en bancos, que es el sector más directamente expuesto a estos países.

Nuestra exposición en estos países es pequeña e indirecta, ya que la mayoría de multinacionales obtienen algún beneficio en dichos países concretos.

En lo que respecta a nuestras inversiones en renta fija, disponemos de posiciones con vencimientos por encima de la media, en consonancia con nuestra tesis básica de reducción de deuda y desinflación.

Tenemos algunas inversiones en divisas distintas del Euro, como protección contra eventuales tensiones adicionales en el seno de la zona Euro. Tenemos Coronas noruegas, ya que Noruega es un país rico, a pesar de ser pequeño, con grandes reservas petroleras y un enorme fondo soberano. Tenemos algunas posiciones en Dólares estadounidenses y australianos, ya que Australia es otro país con grandes recursos naturales y unas cuentas públicas muy sanas. Además, tenemos posiciones en divisas emergentes, a través de un fondo externo con excepcional rentabilidad.

Todo esto nos ha permitido obtener unos resultados excepcionales con nuestros fondos y carteras de renta fija. Rentabilidades que, con un 99% de certeza, no se repetirán, ya que los tipos de interés han seguido bajando casi sin interrupción.

En lo que respecta a la renta variable, han existido menos factores importantes de diferenciación. Aún así, tenemos participaciones en multinacionales con cuentas muy saludables y grandes perspectivas de crecimiento, con valoraciones bajas. Es difícil expresar cuán confiados, e incluso entusiasmados, estamos en relación con las empresas en las que tenemos participación, en este exigente y cambiante mundo.

Por tanto, nuestros fondos mixtos, de renta fija y renta variable, han tenido sin duda un comportamiento muy bueno y estamos tranquilos con respecto al futuro.

No dude en ponerse en contacto con nosotros si desea aclarar cualquier duda, más información sobre una cartera o cualquier otro tema en relación con la gestión de sus activos.

CapitalatWork, 30 de agosto de 2010.

**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.

Avenida Concha Espina, 63 (4º dcha)  
28016 Madrid  
T. +34 91 781 2410  
F. +34 91 781 2420  
CIF: A83003574  
[www.capitalatwork.com](http://www.capitalatwork.com)