

Perspectivas de mercado



Davides y Goliats

Número 67 | Febrero de 2021

02 Prefacio

Davides y Goliats

03 Últimas noticias sobre la evolución de la pandemia

Dos pasos hacia adelante, uno hacia atrás

04 ¿Hay una burbuja en las bolsas?

Señales de efervescencia, no de fiebre

06 ¿El bitcoin como inversión?

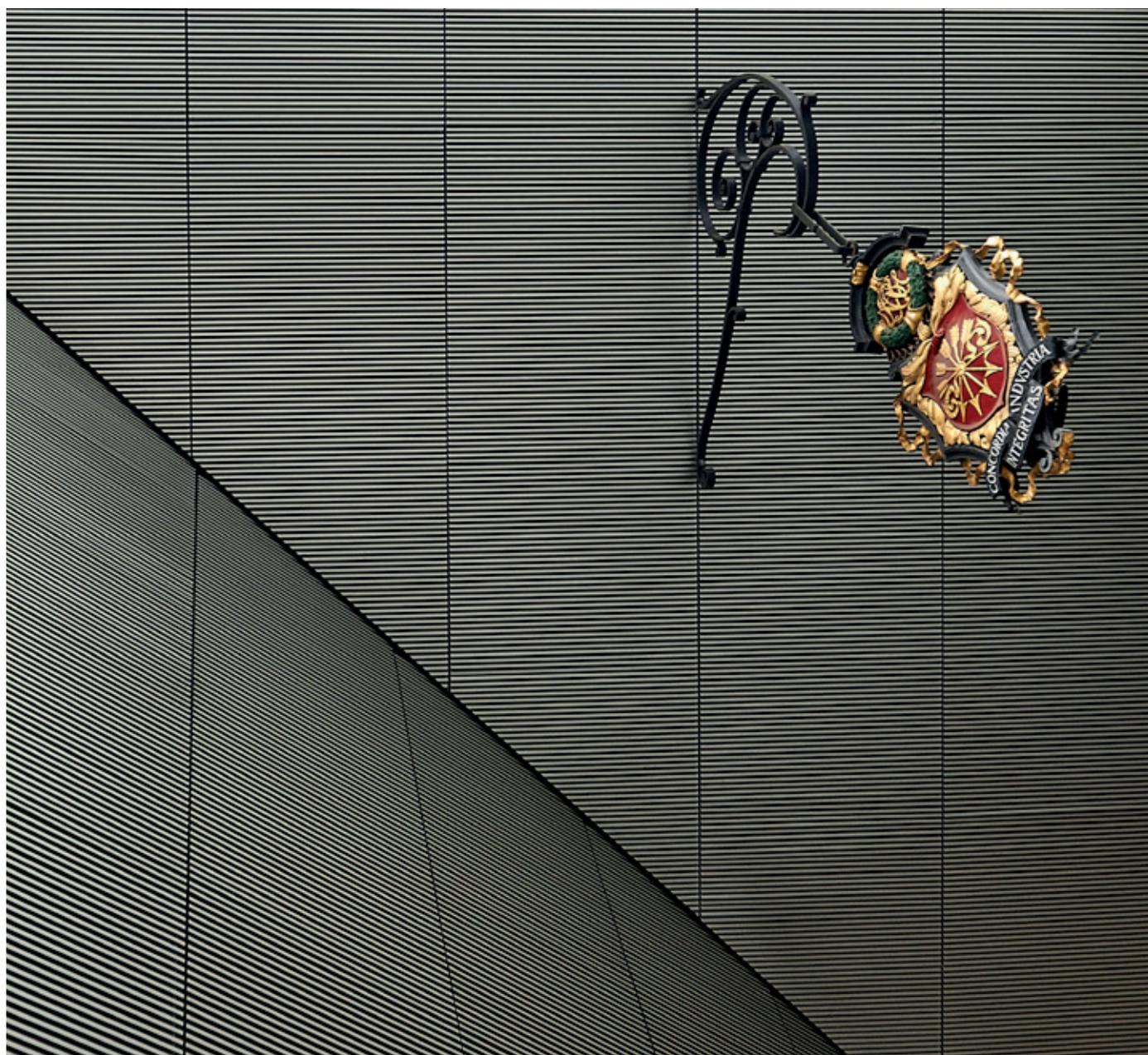
Está subiendo porque ha subido

08 Resaca de deuda empresarial

Bajas rentabilidades futuras, no una crisis

11 ¿Optimismo o realismo?

El futuro siempre es incierto





Tiempo de lectura

Prefacio: Davides y Goliats

Algunas ideas que se debaten en los mercados financieros pueden ser una pérdida de tiempo: la teoría cuantitativa del dinero, la bomba demográfica, las teorías «austriacas» sobre los tipos de interés, la Q de Tobin... y nuestra obsesión con los flujos de los mercados.

Nadie sabe a ciencia cierta quién compra acciones y por qué. El capital flotante del mercado es grande comparado con los actores individuales y los datos sobre flujos son deficientes porque son incompletos, tardíos y, en ocasiones, internos (es decir, potencialmente incompatibles).

En eso se diferencia del mercado de renta fija, donde los compradores de gran tamaño y con mandatos (inversores que deben atender pasivos y bancos centrales) son importantes. Todavía tenemos que ver qué ocurre cuando la economía presione con más fuerza a esos grandes compradores. A este respecto, pensamos que la suma de sus posiciones no conseguirá mantener fijos los rendimientos permanentemente, aunque han influido claramente en los precios de los bonos hasta ahora.

Así pues, podría no haber muchas cosas útiles que decir sobre los tejemanejes en los que se han visto envueltos una cadena estadounidense de tiendas de videojuegos y fondos de inversión libre con apuestas bajistas. La bolsa está cara, ciertamente, y el mercado ha dado algunas muestras de debilidad últimamente, pero nos sorprendería que el futuro del S&P 500 se decidiera en los chats de inversores minoristas.

No deberíamos dejarnos llevar por el interés humano. Los inversores bajistas, que nunca ganarán certámenes de popularidad, aportan liquidez, pero también arrastran cierto riesgo moral y ¿quién no disfruta de la imagen de las hormiguitas teniendo por fin su venganza? Sin embargo, esa imagen podría haber pasado por el Photoshop y la revolución financiera de una persona es la acción concertada de otra.

Esperamos que las hormiguitas pudieran salir del edificio en llamas con la misma rapidez con la que entraron, pero sospechamos que este episodio terminará en —un baño de pequeñas— lágrimas.

El conjunto de la bolsa no es en absoluto inmune a las modas, las burbujas... y los hundimientos. Tal y como las vemos, las valoraciones medias son elevadas, pero no descabelladas, sobre todo si los beneficios rebotan (aun) más fuerte de lo que hemos venido pronosticando.

Esta posibilidad parece cada vez más plausible, a pesar de la segunda oleada de contagios y las nuevas variantes del virus. Las predicciones presentadas con pesimismo por las instituciones oficiales y transmitidas con deleite por los medios no encajan con los datos más recientes. En EE. UU., las encuestas empresariales no apuntan a un nuevo descenso en el primer trimestre, sino a un fuerte crecimiento. A mediados de año se podrían alcanzar niveles anteriores a la crisis en el PIB estadounidense.

Como consecuencia de ello, pensamos que el principal riesgo para las bolsas procede no ya de los foros de Internet o de una recaída, sino de una posible reconsideración de los tipos de interés. Si los beneficios están creciendo a buen ritmo cuando eso ocurra, el suelo podría acercarse a nosotros.

Kevin Gardiner y Victor Balfour

Global Investment Strategists

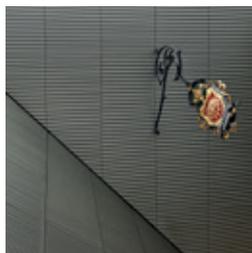


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa que funciona en su interior.

© 2021 Rothschild & Co Wealth Management
Fecha de publicación: Febrero de 2021
Valores: todos los datos a fecha de 4 de Febrero de 2021.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.



Tiempo de lectura

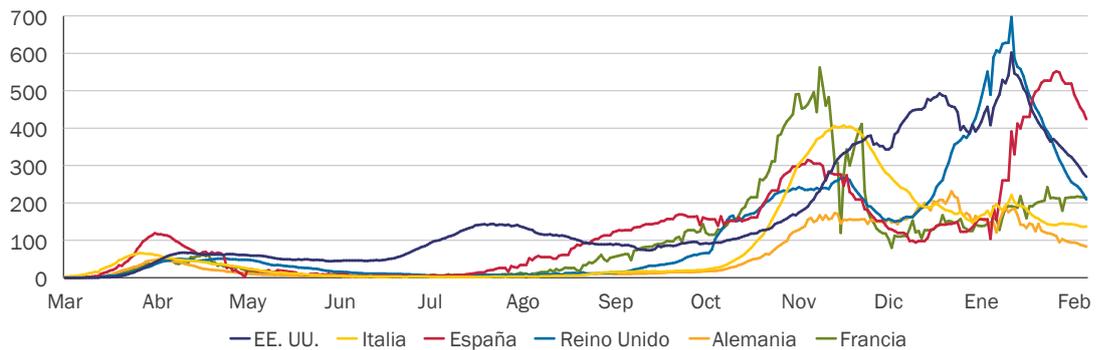
Últimas noticias sobre la evolución de la pandemia

Los casos confirmados a escala mundial ya han superado los 106 millones, con alrededor de 2,3 millones de fallecidos. Después de que las nuevas medidas de confinamiento y órdenes de quedarse en casa hayan frenado aparentemente la propagación del virus, países como el Reino Unido, EE. UU., Alemania, Italia y ahora España han visto cómo se reducían los nuevos casos. Francia podría ser la gran excepción más obvia.

En lo que a fallecimientos se refiere, ya se ha superado la barrera de las 110.000 personas en el Reino Unido, el país que durante un tiempo fue el de mayor tasa de mortalidad del mundo expresada como porcentaje de la población.

Figura 1: Las tasas de contagios están descendiendo

Variación semanal en el número de casos, por cada 100.000 habitantes

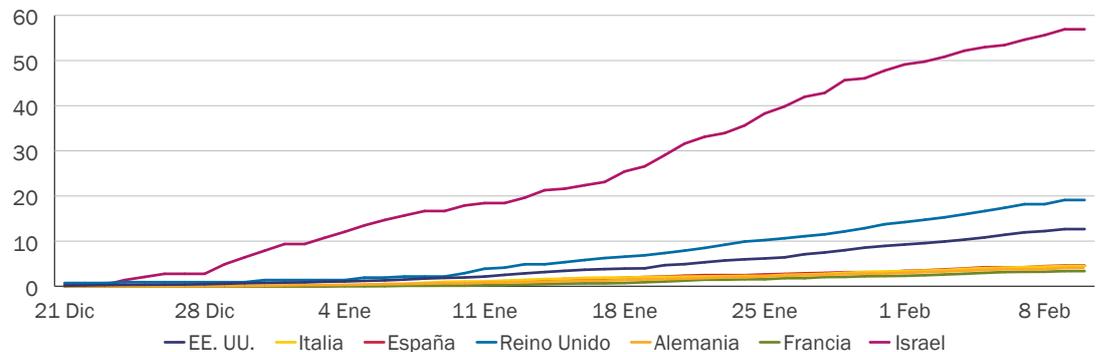


Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

En todo el mundo, se han administrado más de 134 millones de dosis de vacunas en 66 países diferentes y este número aumenta a buen ritmo cada día, aunque por el momento se circunscribe a un puñado de países desarrollados. En EE. UU. se han administrado 41,2 millones de dosis, la cifra más alta del mundo seguida de China. Sin embargo, cuando se ajusta por el tamaño de la población, el Reino Unido ha vacunado proporcionalmente más que EE. UU., dado que casi el 18% de la población ha recibido una dosis de inmunización, frente al 12% de EE. UU. Esta cifra coloca al Reino Unido en tercera posición tras Israel y los EAU (56% y 34%, respectivamente). Los avances de los programas de vacunación en Europa han sido lentos, lastrados no solo por falta de suministro por parte de las farmacéuticas (como se ha apuntado), sino también, aparentemente, por la burocracia y el arduo proceso de aprobación (la vacuna de AstraZeneca se ha aprobado en fechas muy recientes), y los nuevos problemas en torno al suministro de vacunas podrían prolongar el malestar.

Figura 2: La vacunación cobra impulso

Total de vacunaciones por cada 100 personas



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Con tantas variables en el tablero (incluidas las diferentes tasas de eficacia, las mutaciones de las cepas y los posibles problemas de escasez), parece sensato no depositar todas las esperanzas en una vacuna y su distribución. La adaptación y la tolerancia probablemente desempeñen papeles importantes de cara al largo plazo, incluso a medida que se vacune más gente. Los datos sobre contagios demuestran de nuevo que el distanciamiento ayuda y parece sensato esperar que los progresos hacia la «normalidad» continúen mostrando durante un tiempo una dinámica de ensayo y error, o dos pasos hacia adelante, uno hacia atrás.

Charlie Hines — Actualizado el 9 de febrero



5 minutos

Tiempo de lectura

¿Hay una burbuja en las bolsas?

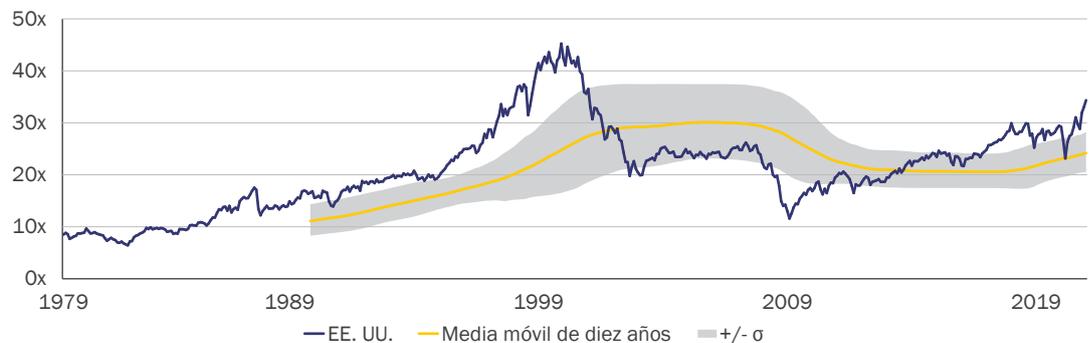
Después de los nuevos avances del cuarto trimestre, se observan multitud de señales de efervescencia en la bolsa estadounidense: algunos movimientos muy acusados en valores de perfil alto, mucha actividad de salidas de bolsa, indicadores de momento de «sobrecompra» y algunos indicadores contrarios clásicos. Cada vez se habla más de burbuja.

Atendiendo a la mayoría de indicadores, la renta variable estadounidense está indudablemente cara frente a la historia. Las excepciones son aquellos que comparan las acciones con los tipos de interés y los rendimientos de los bonos, que se encuentran en mínimos históricos.

Hasta ahora, hemos abordado las valoraciones como una luz ámbar para los responsables de asignación de activos que invierten con un enfoque «descendente»: hemos visto que eran elevadas, pero no descabelladas o prohibitivas. La figura 1 muestra nuestro indicador preferido, el PER «ajustado al ciclo», que suaviza las fluctuaciones a corto plazo de los beneficios usando una media móvil de diez años. Su ascenso ha sido en su mayor parte menos espectacular que durante la «burbuja puntocom» de 2000 y su nivel, así como la divergencia frente a la tendencia, sigue siendo considerablemente menos pronunciado que entonces.

Figura 1: PER ajustado al ciclo: EE. UU.

Nuestro indicador preferido de valoración bursátil suaviza las fluctuaciones a corto plazo de los beneficios usando una media móvil de diez años



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.

Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

«Burbuja» es un término que se usa en exceso y sugiere una inminente pérdida permanente de la mayor parte del capital de los inversores después de una subida mareante y exponencial. No pensamos que el perfil del gráfico merezca esta calificación todavía. Sí consideramos que las valoraciones se normalizarán a más largo plazo y, por este motivo, las rentabilidades que razonablemente cabe esperar de la renta variable se encuentran en la parte baja de la horquilla en la que deberían haber estado durante esta última década aproximadamente (como indicamos en diciembre). No obstante, creemos que siguen siendo positivas y superiores a la inflación probable.

En la tabla se muestran otros indicadores. Algunos se ven amplificados por la reciente debilidad de los beneficios, que probablemente sea temporal. Incluso un PER previsto elevado podría ser menos significativo ahora, después de que las expectativas de beneficios hayan caído, más que en 2020, cuando los beneficios actuales y proyectados todavía tenían que sufrir su inminente descenso. A juzgar por los últimos datos económicos, existe la posibilidad de que los beneficios estadounidenses reboten de forma más vigorosa de lo que esperan actualmente los analistas.

Figura 2: Una selección de indicadores de valoración

Los indicadores de valoración de EE. UU. son correctos a 12 de enero de 2020

	TMT (Mar-00)	Crisis financiera (Oct-07)	-1 año	HOY	Media 20-año	HOY Rel%	Puntuación Z
PER histórico	27.0	17.1	18.8	23.7	16.8	41%	2.3
PER previsto	25.7	15.7	18.6	23.2	15.7	48%	2.9
PER ajustado al ciclo	45.3	25.3	27.8	33.1	24.2	37%	2.1
PVL	5.4	3.0	3.6	4.4	2.8	56%	3.1
Rentabilidad por dividendo ●	1.1%	1.7%	1.8%	1.5%	1.9%	30%	1.3
Rentabilidad por flujo de caja libre ●	2.8%	1.0%	4.5%	3.8%	5.4%	40%	0.8
EV/EBITDA	14.5	11.2	14.1	19.3	11.4	69%	3.9
Bolsa % PIB	93%	100%	110%	168%	97%	73%	
Modelo de la Fed*	-2.4%	1.2%	3.5%	3.1%	2.4%	-22%	

● indica una valoración inversa (es decir baja = barata)

* Modelo de la Fed: rentabilidad por beneficios histórica menos rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años

Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.

Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Incluso si las valoraciones estuvieran más forzadas, podrían seguir así durante un tiempo. Keynes apuntó que «no hay nada más peligroso que perseguir una política de inversión racional en un mundo irracional» y las valoraciones rara vez son la causa primordial de un cambio de dirección del mercado. Si destacan por algo, es precisamente por ser una nefasta herramienta para acertar los tiempos del mercado.

De hecho, las valoraciones de la bolsa estadounidense han estado «caras» durante la mayor parte de los últimos siete años: nuestro PER ajustado al ciclo se ha movido más de una sigma por encima de su tendencia durante casi todo el periodo. Entretanto, el mercado estadounidense subió alrededor de un 140% (13% en tasa anualizada).

Aunque el múltiplo actual (33 veces) ha alcanzado el nivel más alto por encima de su tendencia (24 veces) desde comienzos de la década de 2000, como hemos señalado seguimos estando por debajo del episodio de vértigo de las puntocom (tanto en términos absolutos como relativos). Y esos bajos niveles de los tipos de interés no van a desaparecer de la noche a la mañana y para empezar, como sugiere la tabla de la figura 2, no están descontados plenamente (las acciones parecen baratas sobre esta base, no solo menos caras).

De cara al futuro, la posibilidad de que se produzcan algunas recogidas de beneficios a corto plazo debe ser un riesgo inmediato: muchas buenas (o mejores) noticias están descontadas y los niveles de liquidez se encuentran supuestamente en su nivel más bajo desde 2016, según la última encuesta a gestores de fondos de Bank of America.

Intentamos mantener la apertura de miras, ya que la última década no ha tratado bien a los expertos más dogmáticos. El recorrido probablemente es menor, pero no nos parece una burbuja (y obviamente otros mercados están menos caros que EE. UU.). Las rentabilidades potenciales a largo plazo de la renta variable desde una perspectiva «descendente» siguen siendo superiores a la inflación probable y a las rentabilidades probables de los bonos y los activos monetarios.

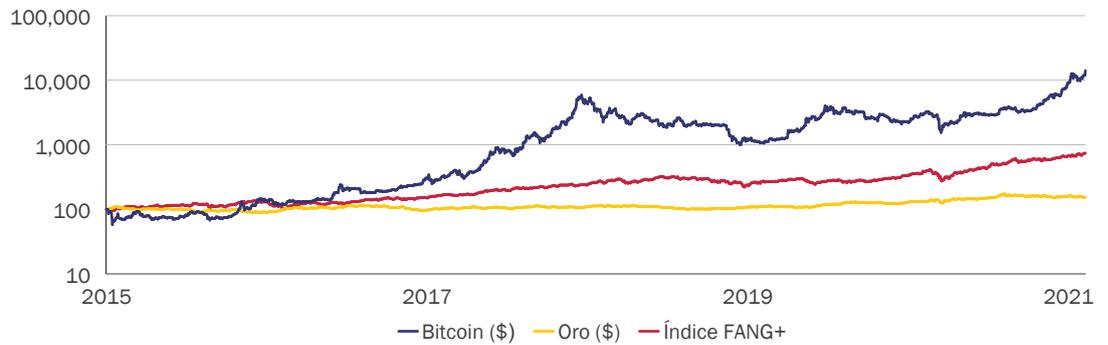
Victor Balfour — 15 de enero

¿El bitcoin como inversión?

El bitcoin está disparándose otra vez y algunos inversores institucionales y de perfil alto lo están incorporando a sus carteras. De él se dice que es una alternativa plausible tanto al dinero como al oro en un momento en el que el riesgo de inflación podría estar subiendo y sus orígenes se remontan a la crisis financiera mundial y a la desconfianza hacia el sistema bancario.

Figura 1: El bitcoin, el oro y los valores FAANG

Indexado, escala logarítmica (100 = 1 de enero de 2015)



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.

Nota: El FANG+ es un índice equiponderado en dólares diseñado para representar un segmento de los sectores de tecnología y consumo discrecional. Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Inflación, oro y cuestiones ESG

Sin embargo, sigue sin estar clara la magnitud de una posible amenaza inflacionista. Podría ser gradual, en lugar de drástica (véase nuestro informe *Inflation: revision notes*, enero de 2021). ¿Necesitamos un nuevo activo para lidiar con ello?

Pensamos que el aumento de la inflación es, de hecho, probable: el aumento de los balances financieros en 2020 fue sustancial y la política monetaria podría seguir siendo expansiva incluso con las economías recuperándose con fuerza. Sin embargo, los balances ya eran abultados y llevaban así muchos años, sin consecuencias inflacionistas: la inflación se ha movido en mínimos históricos desde 2008 y las tasas de inflación implícita que descuentan actualmente los mercados de renta fija no son mucho más altas. Los tipos de cambio se han mantenido relativamente estables.

Por otro lado, los paralelismos entre el bitcoin y el oro podrían ser excesivos. El oro tiene un valor intrínseco: es tangible, útil y escaso. No se convirtió en algo valioso porque era dinero, sino que se convirtió en dinero porque era valioso. Posee un historial que se remonta a más de tres milenios y está jalonado por muchas hiperinflaciones, con independencia de otros regímenes monetarios. No obstante, no es una «cobertura» perfecta, ya que su precio real no está fijado en ninguna de las dos direcciones.

El bitcoin, por su parte, no tiene valor intrínseco: es virtual, tiene un uso práctico escaso y es una de tantas criptomonedas. De él se dice que es un depósito de valor más creíble que el dinero respaldado por los estados o el oro, pero nadie puede saber si eso es verdad. No tiene historial durante periodos inflacionistas y durante su corta vida ha registrado una volatilidad espectacular, y no siempre mostrando una descorrelación útil.

Figura 2: La volatilidad del bitcoin en contexto

Características de riesgo de una selección de clases de activos Desde 2015 hasta el momento actual

	Bonos basura		Renta variable			Crudo Brent	Bitcoin
	Bonos del G7	(HY)	Oro	mundial	Índice FANG+		
Volatilidad realizada diaria	2%	4%	12%	13%	22%	19%	59%
Pérdida máxima de valor	-4%	-21%	-19%	-34%	-34%	-44%	-83%

Fuentes: Bloomberg, NYSE, Rothschild & Co.

Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Figura 3: Las inestables relaciones del bitcoin

Correlaciones en periodos consecutivos de 52 semanas



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Tanto el bitcoin como el oro obtienen bajas puntuaciones en la dimensión medioambiental, social y de gobierno corporativo (ESG). La «extracción» de bitcoins es un proceso que consume mucha energía y su dimensión no regulada forma parte de su atractivo para quienes blanquean capitales y otras personas que quieren pasar desapercibidas.

La tecnología del bitcoin y sus transacciones

La sofisticada tecnología de registro distribuido y *blockchain* empleada para crear la red pública y sin permisos del bitcoin ha formado parte de su atractivo, pero es una forma de cifrado muy engorrosa. El historial de transacciones de cada bitcoin, no así las identidades de los propietarios, está integrado en la red y debe ser validado de nuevo cada vez que la moneda se transfiere. Las operaciones son considerablemente más lentas que en las redes de pagos convencionales.

La tecnología todavía no está muy extendida, a diferencia de lo que se afirmaba antes. Sus ventajas pueden conseguirse con mucha más eficiencia de otra forma. Parece una respuesta complicada en busca de una pregunta.

Si el bitcoin se utilizara de forma más amplia en lugar del dinero, su condición de independiente sería un arma de doble filo. Será independiente de los gobiernos, pero también de los reguladores y de los fondos de garantía de depósitos.

El bitcoin y las carteras

Nadie sabe si el bitcoin perdurará, y menos aún si mantendrá su valor. Su precio está aumentando porque su precio ha aumentado, lo que constituye el rasgo distintivo de las fiebres compradoras a lo largo de los tiempos. Es un mercado ilíquido en el que el grueso de las monedas está en manos de un reducido número de actores y que se ha visto inundado de compradores. La situación continuará hasta que pare.

En el momento de redactar este artículo, el valor de mercado estimado del bitcoin es de 900.000 millones de dólares, mientras que el valor de mercado del oro podría rondar los 11 billones de dólares. Entretanto, el valor de mercado de Apple es 2 de billones de dólares y en EE. UU. el agregado M2 de masa monetaria (que engloba dinero en efectivo, ahorros y activos monetarios) se sitúa en 20 billones. Algunas estimaciones sobre el «valor razonable» del bitcoin están basadas en la posibilidad de que se convierta en un activo tan grande como el oro, en cuyo caso su valor podría subir aún más. Otros creen que su valor se desvanecerá completamente.

Si no recomendamos invertir en bitcoin, pero nuestros competidores sí, nos arriesgamos a parecer conservadores y las carteras de nuestros clientes podrían resentirse. Sin embargo, existen muchas cosas cuyos precios han subido y/o que no guardan correlación con los activos convencionales, sin que se las recomendemos a los clientes como activos que preservan el patrimonio a largo plazo. No confiamos mucho en los análisis comparativos.

Incluso en la década de 1970 en el Reino Unido (el episodio más inflacionista sufrido por una gran economía en el periodo de postguerra), el valor del dinero se mantuvo más estable que el bitcoin.

Nadie puede saber si el bitcoin terminará convirtiéndose en un activo que genere rentabilidad, un activo diversificador, las dos cosas o ninguna. Podría derivarse un coste de oportunidad si esperamos para averiguarlo, pero preferimos soportarlo.

El riesgo de inflación es un motivo de preocupación, pero probablemente sea manejable. Entretanto, el sistema bancario parece estar capeando la pandemia (con ayuda de los gobiernos, naturalmente). No hay apenas señales de pérdida generalizada de confianza en el dinero actual y, aunque las hubiera, no está claro que el bitcoin fuera una alternativa realista de todos modos.

Kevin Gardiner – 22 de enero



Tiempo de lectura

¿Resaca de deuda empresarial?

Durante la mayor parte de la última década, hemos venido leyendo artículos sobre el inminente hundimiento de la deuda corporativa. Si alguna vez ha habido un momento más propicio para decirlo, es este.

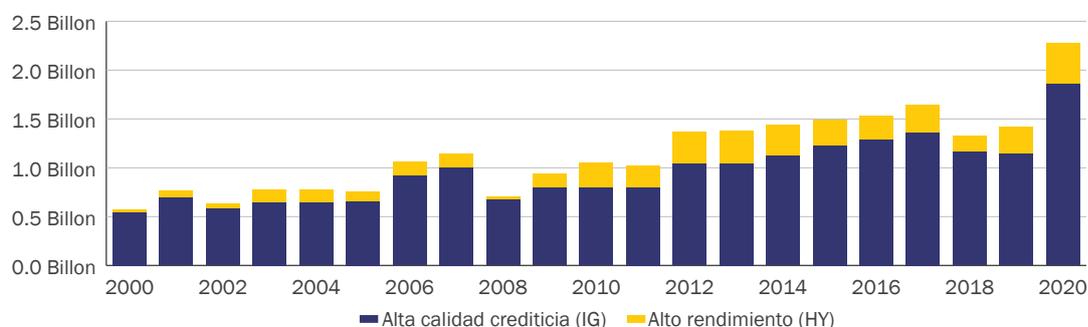
Sin embargo, el pico previsto de impagos no se ha materializado (todavía). Parece que la instauración de unos tipos de interés aún más bajos y la promesa firme de mantener políticas monetarias muy favorables han sido una bendición para las empresas emisoras, ya que los costes de financiación han descendido hasta mínimos históricos.

De hecho, la tasa de acumulación de deuda en 2020 fue la más rápida desde la crisis financiera mundial (para las empresas estadounidenses no financieras). La deuda pendiente se sitúa actualmente en 1.1 billones de dólares, lo que supone prácticamente el doble del nivel observado a finales del último ciclo y más de la mitad del PIB estadounidense actualmente.

En contraposición a los últimos años, el torrente de operaciones de financiación de las empresas durante este último año y a comienzos de 2021 fue visible sobre todo en los mercados cotizados, junto con el resurgir de las operaciones corporativas. Las emisiones de bonos corporativos en EE. UU. (que constituyen un porcentaje cada vez mayor de la deuda empresarial total) se han anotado su mejor año de siempre y muchas emisiones recientes registraron sobresuscripción.

Figura 1: Emisiones de bonos corporativos

Emisiones de bonos corporativos en EE. UU. (billones de \$)



Fuentes: SIFMA, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Como cabía esperar, las dudas están empezando a multiplicarse. ¿Se están endeudando demasiado las empresas? ¿Estamos ante otra señal de «formación de burbuja»?

Aunque el nivel absoluto de deuda podría ser preocupante, el apelativo «burbuja» (que a menudo se aplica con demasiada ligereza, en nuestra opinión) probablemente esté equivocado en este caso.

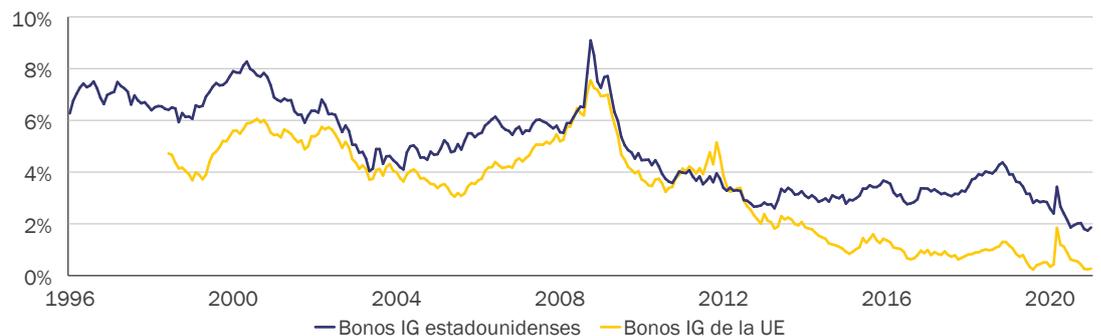
Las emisiones de deuda vienen determinadas por muchas cuestiones, como los flujos de efectivo internos, los tipos de interés, las valoraciones de la renta variable y la liquidez. Los pasivos totales vistos de forma aislada no dicen nada sobre la capacidad de una empresa para devolver o atender estas deudas. Si finalmente se produce un sólido rebote de los beneficios, el apalancamiento actual podría no ser tan preocupante.

2020: un año con dos mitades

La primavera pasada se caracterizó por las dificultades que vivieron las empresas: liquidez escasa, ampliación de los diferenciales de la deuda corporativa y empresas obligadas a echar mano de sus líneas de crédito. El cambio en la segunda mitad del año fue claro: la liquidez era abundante y las condiciones financieras se relajaron. En el centro de este esfuerzo estuvieron las medidas anticrisis de la Reserva Federal de EE. UU., como los programas que compraron directamente pagarés y bonos corporativos de alta calidad (posteriormente ampliados incluso a las emisiones con calificación de «basura» que habían sido degradadas recientemente). Esta función ampliada de «prestamista de último recurso» revertió con creces el breve repunte de los costes del endeudamiento. Los rendimientos de los bonos corporativos de alta calidad crediticia (y los diferenciales frente a la deuda pública) están ahora en (o cerca de) mínimos históricos.

Figura 2: Los costes de financiación descenden a pesar del aumento de las emisiones

Rendimientos de los bonos corporativos de alta calidad (IG) (yield-to-worst, %)

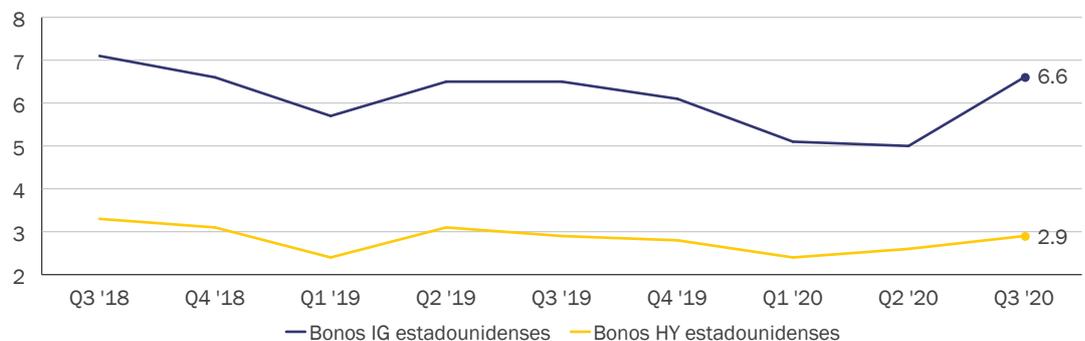


Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

A pesar del fuerte aumento de la deuda en circulación, los análisis ascendentes revelan que las cargas de servicio de la deuda están empezando a descender otra vez: los ratios de cobertura de intereses (beneficios antes de intereses e impuestos relacionados con el servicio de la deuda, la inversa de la carga del servicio de la deuda) en los prestatarios de alta calidad a finales del tercer trimestre eran de 6,6 veces, por encima de finales de 2018.

Figura 3: Las cargas de servicio de la deuda parecen gestionables

Mediana de ratios de cobertura de intereses en las empresas estadounidenses no financieras



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Al mismo tiempo, esas empresas están aún menos expuestas al riesgo —modesto actualmente— de aumento de los tipos de interés y el perfil de vencimientos de su deuda sigue ampliándose. De forma casi paradójica, la empresa estadounidense promedio podría estar en mejor disposición para atender sus deudas que antes de la crisis.

Una recuperación desigual

Mientras que muchas empresas se han visto obligadas a emitir deuda para recapitalizar unos balances deteriorados, otras simplemente se han aprovechado de unos tipos de interés aún más bajos. Esa podría ser una decisión sensata de asignación del capital.

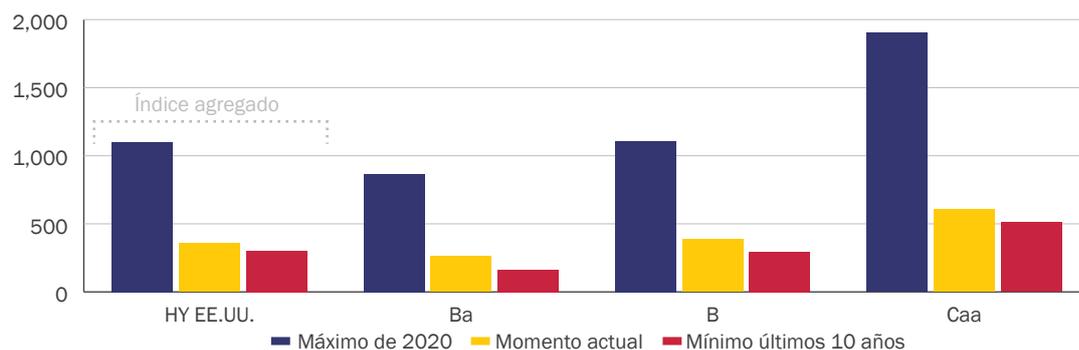
No sorprende, pues, que las empresas tecnológicas y del sector sanitario hayan sido los grandes emisores oportunistas, pero otros sectores, como muchas empresas industriales y de servicios con fundamentales sólidos, también han recibido el favor de los inversores. Entretanto, para las empresas de los segmentos de viajes y distribución, los costes de financiación (y los diferenciales) siguen siendo elevados, en respuesta a unas perspectivas más complicadas.

Echando una ojeada a todo el espectro de la deuda corporativa, observamos que un efecto secundario de la red de seguridad desplegada por la política monetaria, sumada a la «búsqueda de rendimientos» de los inversores (también llamada TINA, siglas en inglés de There Is No Alternative, «no hay otra alternativa»), es que los prestatarios de mayor riesgo también han podido emitir deuda con mayor facilidad. El segmento BBB (un escalón por encima de la categoría de deuda especulativa) estaba aumentando con mucha fuerza antes de la pandemia y esta tendencia ha continuado después de que muchas empresas con calificaciones elevadas hayan adoptado posturas financieras más agresivas.

Aunque este segmento representa ahora más de la mitad del universo de alta calidad crediticia de EE. UU., se han producido menos revisiones a la baja y menos «ángeles caídos» de lo que se temía. Lo mismo cabe decir de los impagos: la tasa de impagos de los doce meses anteriores entre los emisores de bonos de alto rendimiento estadounidenses se situó en el 6,6% en diciembre; alta, pero no desmedida. Esta cifra podría aumentar si las políticas de apoyo se retiran antes de que la recuperación sea más fuerte, pero su evolución podría ser relativamente moderada comparada con ciclos de impagos anteriores, cuando los valores máximos oscilaron entre el 10% y el 13%. Eso podría explicar en parte por qué incluso los bonos de mayor riesgo han visto cómo sus diferenciales se comprimían hasta niveles anteriores a la crisis:

Figura 4: ¿Margen de maniobra?

Diferenciales de la deuda corporativa de alto rendimiento (HY) estadounidense y una selección de segmentos de calificación (diferencial ajustado a la opción, puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Obviamente, los inversores atraídos por los rendimientos de los bonos especulativos han de ser conscientes de la erosión adicional de la protección al acreedor: las escasas obligaciones que se imponen son cada vez más laxas.

El futuro

El apalancamiento presenta un patrón cíclico claro: la acumulación de crédito ocurre cuando las economías crecen y el desendeudamiento se produce generalmente cuando se contraen. Esta crisis, y la respuesta sin precedentes de las autoridades, ha trastocado (al menos temporalmente) esa relación: las empresas han podido endeudarse sin trabas, incluso con flujos de efectivo en descenso.

Aunque algunas empresas y sectores endeudados podrían verse en serios apuros, las perspectivas de una recuperación más rápida y más homogénea podrían impedir que estas predicciones sombrías se hicieran realidad.

Después del fuerte aumento del endeudamiento en 2020, parece probable que el crecimiento de la deuda se ralentizará: la recuperación de los beneficios y los flujos de efectivo de las empresas podría reducir la necesidad de emitir deuda. Y con los tipos de la deuda pública de referencia cerca del cero o bien en territorio negativo en muchos países, los costes de financiación podrían no subir mucho a corto plazo.

Sin embargo, las posibilidades de obtener más ganancias parecen escasas. A la vista del bajo nivel de partida de los rendimientos, nos enfrentamos a la posibilidad de que los tenedores de bonos de alta calidad crediticia e incluso de bonos de alto rendimiento ya no puedan ser capaces de generar rentabilidades superiores a la inflación. Eso, más que un hundimiento con mayores tintes dramático (o la explosión de una «burbuja»), es lo que pensamos que probablemente se avecine para los bonos corporativos.

Victor Balfour — 3 de febrero



Tiempo de lectura

¿Optimismo o realismo?

¡Vaya año! Si es que existió... Las fronteras entre los días se difuminaron casi tanto como la distinción entre trabajar y estar en casa. Y fuimos los afortunados, por supuesto. Pero, ¿ahora qué?

Nadie puede saberlo, pero existen diferentes ángulos desde los que sentarse a esperar acontecimientos. Nosotros optamos por mirar hacia adelante con un ojo puesto en la naturaleza humana y con algo de conocimiento del pasado. Pensamos que una combinación de adaptación e inventiva casi con toda probabilidad ayudará a las economías a reabrir finalmente y que el nivel de vida retomará su senda ascendente.

Cuando sugiero que podría esperarnos más crecimiento del que ya hemos tenido, los compañeros y los clientes suelen responder que soy un optimista. Sin embargo, creo que soy realista en un mundo a menudo predispuesto, y alentado, al pesimismo. A continuación expongo tres razones.

La primera es que esta época no es especialmente incierta, solo lo parece. Las perspectivas actuales también formaron parte del futuro expresado ayer; simplemente no esperábamos que fuera así. El futuro es lo que siempre fue: impredecible.

Esto puede funcionar en ambos sentidos. Nadie vio venir lo que sucedió en 2020, así que ahora deberíamos tener cuidado a la hora de formular predicciones excesivamente confiadas. El pensamiento de grupo que nos dice que la recuperación económica debe ser débil y lenta podría estar tan equivocado como cuando sugeríamos hace un año que la economía mundial crecería de forma constante en 2020.

En el mundo de la inversión existe ese tópico que dice que los «mercados odian la incertidumbre», pero si no existiera la incertidumbre no habría inventos ni progreso. Se podría decir que una de las razones de ser de los mercados financieros en particular es permitir que personas con opiniones diferentes sobre un futuro incierto las expresen. Las noticias a corto plazo y la volatilidad de los mercados exageran la medida en que cambian las perspectivas a largo plazo, pero estas evolucionan y eso puede conllevar oportunidades, así como amenazas.

En segundo lugar, hay un sentir general, y es realmente difícil aislarse de él. Forma parte de la condición humana presentar todos los riesgos como claramente unidimensionales y todos somos perfectamente conscientes de ello, mucho más si cabe a medida que los años van pasando con mayor rapidez. La aversión a las pérdidas es real, porque todos vamos a perder algo de vital importancia. A consecuencia de ello, nos sentimos inseguros y tendemos a estar preocupados.

Los economistas y los bancos centrales tienen tantas probabilidades de caer presa del pesimismo como el resto de los mortales. Existe una visión del mundo dominante en la esfera académica y normativa que, cuando no está enfocada en la COVID-19, se dirige hacia cosas como «el

estancamiento a largo plazo», las «bombas demográficas» y demás. Cada vez más, la desigualdad y el cambio climático son (con más razón) parte de este énfasis, lo que podría resultar preocupante si uno piensa que estas cosas son más importantes y merecen una respuesta más ponderada que la que ofrece el pensamiento de grupo.

Es ingenuo sugerir que los medios de comunicación nos dicen qué pensar, que nos venden cosas que no queremos comprar, pero la máquina informativa es implacablemente eficiente a la hora de identificar nuestras preocupaciones y devolvérselas amplificadas y en tecnicolor. Los sesgos editoriales suelen ser visibles, pero nuestro sesgo hacia el sensacionalismo es más sutil. Si nada ocurre hoy, mañana los periódicos volverán a salir.

Los expertos buscan publicidad (gran parte del análisis económico que se realiza en la City está orientado a las relaciones públicas) y es más fácil, y más entretenido, ser cínico y pesimista. La reflexión desde el desencanto, y desde la confianza en que el desastre está a la vuelta de la esquina, se cotiza en las conferencias.

En tercer lugar, y sobre todo, la historia nos dice claramente que el progreso material es la norma.

Las economías se pasan la mayor parte del tiempo creciendo, y lo hacen no por las políticas monetarias y presupuestarias, aunque estas también pueden ser importantes (y prevenir desastres) a corto plazo, sino porque los trabajadores y los ejecutivos desempeñan mejor su labor y ascienden por la «curva de aprendizaje», y porque siempre están apareciendo nuevas tecnologías.

Pueden surgir interrupciones y reveses temporales y actualmente estamos atravesando uno especialmente dramático, pero no hay razones para creer que colectivamente hemos dejado de aprender o de inventar.

Resulta fácil pasar por alto incluso progresos relativamente recientes. Durante las últimas cuatro décadas, el PIB per cápita real en el mundo desarrollado ha aumentado dos tercios y China ha sacado a más personas de la pobreza absoluta que ninguna otra economía en la historia. A comienzos de 2020, el desempleo en EE. UU. y el Reino Unido había caído a niveles que no se observaban desde hacía casi un siglo. La esperanza de vida ha aumentado y el mundo es un lugar más tranquilo, seguro y saludable que casi en cualquier otra época (digo «casi» porque la pandemia podría haber revertido temporalmente esta situación). Los retos planteados por la desigualdad y el cambio climático probablemente sean más manejables de lo que se teme. La tecnología ha puesto el mundo y su cultura al alcance de nuestra mano.

Algo que generalmente ha ocurrido en el pasado no tiene por qué continuar (creer que debe ser así es caer presa de la falacia de la inducción). Un día el sol podría no salir, pero sin un buen motivo para pensar que el futuro será diferente, y el pensamiento de grupo de los economistas no basta, el pasado es la única guía que tenemos.

Incluso los realistas tienen preocupaciones. A corto plazo, están, naturalmente, los incesantes contagios y cierta efervescencia reciente en los mercados. A más largo plazo, añadiríamos el pensamiento de grupo y la extralimitación por parte de los bancos centrales y la posibilidad de que se reactive la inflación. Pero las economías pueden seguir creciendo cuando las dejamos. Ese podría ser el punto más importante a tener en cuenta en este arranque de 2021.

«¿Qué principio nos lleva a no esperar otra cosa que deterioro en el futuro, cuando al volver la vista atrás no vemos otra cosa que progreso?» (Macaulay, 1830)

Kevin Gardiner – 23 de diciembre

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co
Índice compuesto de los componentes a futuro de las encuestas de manufacturas de China, Alemania, Japón, Reino Unido y EE.UU. ponderados de forma general por el PIB

Inflación G7

%, interanual



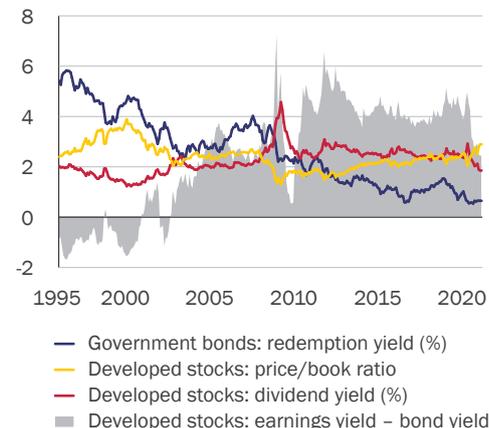
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: valoraciones relativas



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Bonos seleccionados

Rentab. actu., rentab. recientes divis. loc.

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Tesoro EE.UU. 10a	1.2	5.3	21.9
Gilt RU 10a	0.5	1.4	13.0
Bund alemán 10a	-0.4	0.3	10.5
Bonos gob. suizo 10a	-0.3	-2.3	4.0
Bonos gob. japonés 10a	0.1	-0.6	0.9
Crédito global: grado inversión (USD)	0.9	3.0	16.6
Crédito global: alta rentab. (USD)	4.3	5.6	19.0
Emergentes (USD)	3.5	4.0	19.1

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

Rentab. divid., rentab. recientes divis. loc. (índices MSCI)

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	1.7	17.2	44.1
Desarroll.	1.7	15.2	44.3
Emergen.	1.7	31.6	40.9
EE.UU.	1.4	22.2	59.8
Zona euro	2.1	0.1	16.7
RU	3.3	-11.3	0.7
Suiza	2.9	-1.2	32.4
Japón	1.9	14.8	21.8

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

Índices ponder. comerc., nominal (2000 = 100)

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	105	-4.2	3.4
Euro (EUR)	130	6.2	3.9
Yen (JPY)	93	-0.5	5.6
Libra esterl. (GBP)	80	0.1	3.0
Franco suizo (CHF)	168	2.6	7.9
Yuan (CNY)	136	4.6	0.0

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	105	-4.2	3.4
Crudo Brent (\$/b)	130	6.2	3.9
Oro (\$/onza)	93	-0.5	5.6
Metales indus. (1991 = 100)	80	0.1	3.0
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	168	2.6	7.9
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	136	4.6	0.0

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 9 de Febrero 2021.

El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

Notas

En Rothschild & Co Wealth Management ofrecemos una perspectiva objetiva a largo plazo sobre la inversión, estructuración y protección de activos para preservar e incrementar el patrimonio de nuestros clientes

Ofrecemos una amplia gama de servicios de asesoramiento a algunas de las familias, empresarios, fundaciones y organizaciones de caridad más ricas y exitosas del mundo

En un entorno en el que suele dominar el pensamiento a corto plazo, nuestra perspectiva a largo plazo nos diferencia. Creemos que la preservación como primer enfoque es el enfoque adecuado para la gestión del patrimonio.

Düsseldorf

Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Düsseldorf
Alemania
+49 211 8632 17-0

Fráncfort

Börsenstraße 2-4
60313 Fráncfort del Meno
Alemania
+49 69 40 80 260

Ginebra

Rue de la Corrairie 6
1204 Ginebra
Suiza
+41 22 818 59 00

Guernsey

St Julian's Court
St Julian's Avenue
St Peter Port
Guernsey, GY1 3BP
Islas del Canal
+44 1481 705194

Londres

New Court
St Swithin's Lane
Londres EC4N 8AL
Reino Unido
+44 20 7280 5000

Manchester

82 King Street
Manchester M2 4WQ
Reino Unido
+44 161 827 3800

Milán

Passaggio Centrale, 3
Milán 20123
Italia
+39 02 7244 31

Zúrich

Zollikerstrasse 181
8034 Zúrich
Suiza
+41 44 384 7111

Información importante

Este documento ha sido elaborado por Rothschild & Co Wealth Management UK Limited con fines meramente informativos y de marketing y para uso exclusivo del destinatario. Salvo en el caso de que Rothschild & Co Wealth Management UK Limited lo autorice expresamente por escrito, queda prohibida la copia, reproducción, distribución o transmisión de este documento, ya sea de forma parcial o en su totalidad, a ninguna otra persona. Este documento no constituye una recomendación personal o una oferta o invitación a comprar o vender títulos o cualquier otro producto bancario o de inversión. Nada de lo que figura en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal.

El valor de las inversiones y los ingresos que estas generan pueden subir o bajar, y usted podría no recuperar el importe de su inversión original. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura. Invertir para obtener rendimiento entraña la aceptación de riesgos: no puede garantizarse el cumplimiento de los objetivos de rentabilidad. Si cambiara su perspectiva respecto a sus objetivos de inversión y / o su tolerancia a la rentabilidad y el riesgo, póngase en contacto con su asesor personal. Cuando una inversión conlleva exposición a una divisa extranjera, las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden provocar que el valor de la inversión y los ingresos que esta genera suban o bajen. Es posible que los ingresos se obtengan a costa de las rentabilidades del capital. Los rendimientos de la cartera se considerarán como "rentabilidad total", lo que significa que las rentabilidades se derivan tanto de la revalorización como de la depreciación del capital, según se refleja en los precios de las inversiones de su cartera, y de los ingresos recibidos de las mismas mediante dividendos y cupones. Las inversiones en carteras discretionales reales o a modo de ejemplo que figuran en este documento se detallan con fines meramente ilustrativos y están sujetas a cambios sin previo aviso. Al igual que el resto de este documento, no deben considerarse una solicitud o recomendación para una inversión diferente.

Aunque la información y los datos que aquí figuran se han obtenido de fuentes consideradas fiables, no se ofrecen garantías, ya sea de forma expresa o implícita, sobre su fiabilidad y, salvo en caso de fraude, Rothschild & Co Wealth Management UK Limited no acepta responsabilidad u obligación alguna con respecto a la imparcialidad, precisión o integridad de este documento, la información en la que se basa, o la fiabilidad que se le otorgue. En particular, no se ofrecen garantías respecto al alcance o la razonabilidad de cualesquiera pronósticos, estimaciones, objetivos o proyecciones que figuran en este documento. Asimismo, todas las opiniones y datos utilizados en este documento están sujetos a cambios sin previo aviso.

Cuando los datos de esta presentación sean fuente: MSCI, se nos exige como condición de uso advertirle que: «Ni MSCI ni ninguna otra parte involucrada en o relacionada con la recopilación, el cálculo o la creación de los datos de MSCI ofrece ninguna garantía o representación expresa o implícita respecto a tales datos (o los resultados que se obtengan por el uso de

los mismos), y tales partes rechazan expresamente cualquier garantía de originalidad, exactitud, integridad, comerciabilidad o adecuación a un fin particular con respecto a ninguno de tales datos. Sin limitación a nada de lo expuesto, ni MSCI ni ninguna de sus filiales ni ningún tercero involucrado en o relacionado con la recopilación, el cálculo o la creación de los datos tendrán en ningún caso responsabilidad alguna por ningún dato directo, indirecto, especial, punitivo, consecuente o de otra índole (incluida la pérdida de beneficios), incluso si se les hubiera notificado la posibilidad de tales daños. No se permite la distribución o difusión ulterior de los datos de MSCI sin el consentimiento expreso por escrito de MSCI».

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited distribuye este documento en el Reino Unido y Rothschild & Co Bank AG en Suiza. La legislación u otras normativas podrían restringir la distribución de este documento en ciertas jurisdicciones. En consecuencia, los destinatarios del mismo deben informarse acerca de todos los requisitos legales y reglamentarios, y cumplirlos. Con el fin de descartar cualquier posible duda, queda prohibida la copia, el envío o la obtención de este documento en Estados Unidos, o su distribución en dicho país o a una persona estadounidense.

Las referencias a Rothschild & Co que figuran en este documento aluden a cualquiera de las sociedades del Rothschild & Co Continuation Holdings AG group que operan bajo el nombre de "Rothschild & Co" y no necesariamente a ninguna compañía de Rothschild & Co en concreto. Las compañías de Rothschild & Co fuera del Reino Unido no están autorizadas para operar bajo la Ley Británica de Mercados y Servicios Financieros de 2000 y, en consecuencia, en la eventualidad de que los servicios sean prestados por cualquiera de estas sociedades, no regirán las salvaguardas previstas por el sistema reglamentario británico para clientes particulares, ni podrá accederse a indemnización alguna bajo el Plan de Indemnización de Servicios Financieros del Reino Unido. Si tiene alguna pregunta acerca de este documento, de su cartera o de cualquiera de nuestros servicios, póngase en contacto con su asesor personal.

El Rothschild & Co group está integrado por de gestión patrimonial (entre otras):

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Inscrita en Inglaterra con el nº 04416252. Sede social: New Court, St Swithin's Lane, Londres, EC4N 8AL. Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority) de Reino Unido.

Rothschild & Co Bank International Limited. Sede social: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Autorizada y regulada por la Comisión de Servicios Financieros (Financial Services Commission) de Guernsey.

Rothschild & Co Bank AG. Sede social: Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, Suiza. Autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA).