

# Mercados financieros segmentados

David Cano Martínez\*

## 1. Introducción

Son varios los elementos que hacen especialmente compleja la labor de gestionar carteras de inversión en activos financieros. Por un lado, la disparidad en la posición cíclica de los distintos bloques económicos. Coexisten países como EEUU, que con un crecimiento promedio del 2% de su PIB en los últimos tres años ha recuperado todo lo perdido durante la Gran Recesión, con otros, como Japón, que está inmerso en su particular recuperación tras los desastres naturales y el accidente nuclear de marzo de 2011, o como el Área euro, donde la caída del PIB no es homogénea por países, como tampoco lo son las exigencias de reducción del déficit público (cuadro 1). La dispar posición cíclica se plasma en una evolución, también diferente, de los beneficios empresariales, situación que se acrecienta cuando el análisis se profundiza hasta un enfoque sectorial. Pero es más, la presencia de los bancos centrales, con sus distintas modalidades de política monetaria no convencional, supone un elemento de distorsión sobre las cotizaciones de un buen número de activos, alguno de ellos con impacto sobre el resto, como es el caso de las referencias de deuda pública.

## 2. Análisis de los niveles de rentabilidad de la deuda pública de los países núcleo

Como es sabido, desde el inicio de la Gran Recesión los tipos de interés de las referencias de deuda pública

\* Socio de AFI y Director General de AFI, Inversiones Financieras Globales, EAFI.

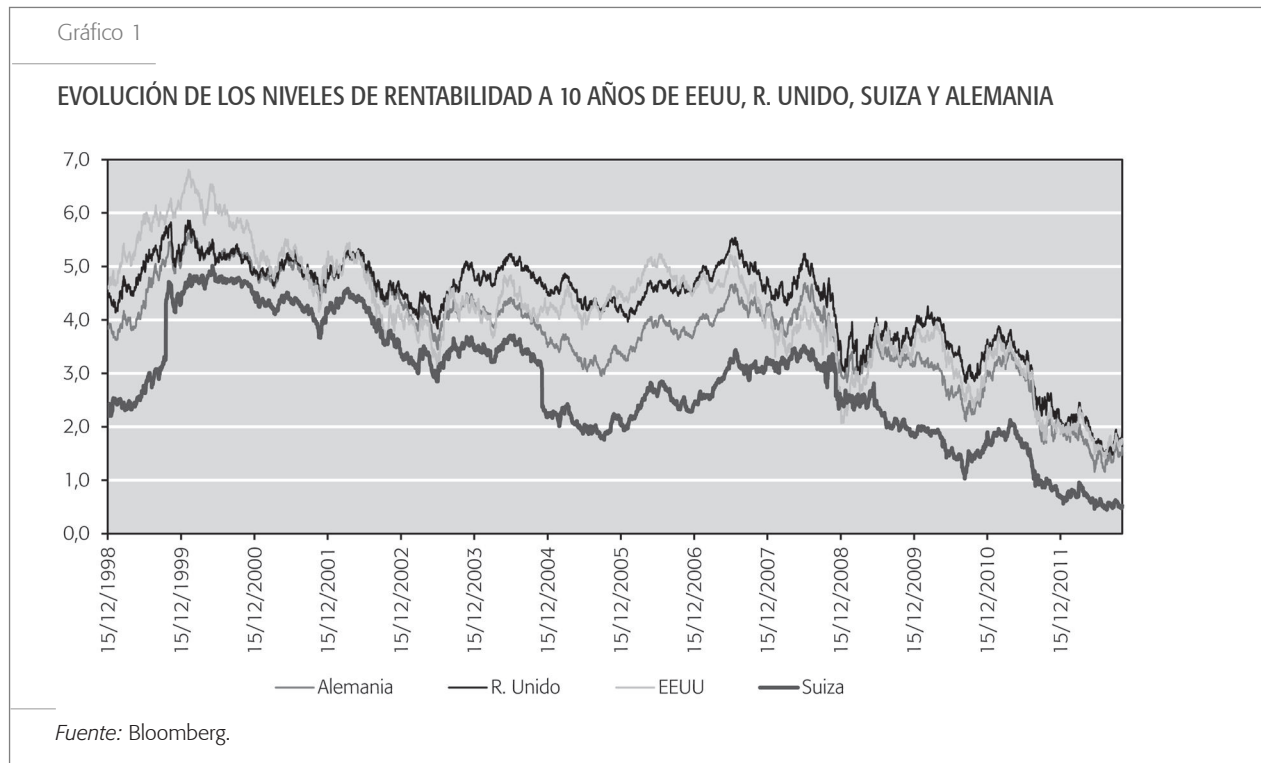
Cuadro 1

### CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES DEL FMI

Crecimiento anual del PIB (%)	Previsiones FMI	
	2012	2013
Grecia	-6,0	-4,0
España	-1,5	-1,3
Brasil	1,5	4,0
India	4,9	6,0
Área euro	-0,4	0,2
Alemania	0,9	0,9
Francia	0,1	0,4
Italia	-2,3	-0,7
Japón	2,2	1,2
Reino Unido	-0,4	1,1
China	7,8	8,2
México	3,8	3,5
EEUU	2,2	2,1
Rusia	3,7	3,8

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

han dibujado una tendencia a la baja. En un primer momento, como respuesta del incremento de la aversión al riesgo de los inversores, fenómeno del que se beneficiaron la práctica totalidad de emisores soberanos de los países desarrollados. En una segunda etapa, los niveles de rentabilidad siguieron cayendo como consecuencia de las rebajas de tipos de interés decididas por los bancos centrales, en un momento en el que algunos emisores soberanos comenzaron a ser penalizados por los inversores (en forma de aumentos de diferenciales). Una tercera



fase de la tendencia a la baja de las TIR se enmarca en la implantación de políticas monetarias no convencionales por parte de la Fed (*Quantitative Easing* y *Twist*), del BCE (CBPP 1, CBPP 2 y, especialmente, SMP<sup>1</sup>) y de otros bancos centrales. Los países con calificación AAA, pero no solo ellos, dado que es extensible a EEUU y, en menor medida, a Francia<sup>2</sup>, han gozado de una reducción de los tipos de interés con un aplanamiento de pendiente hasta casos extremos como es el hecho de ofrecer rentabilidades negativas. La característica adicional de esta tercera etapa es la intensa ampliación de diferenciales de los denominados países periféricos de la UME, hasta alcanzar niveles históricos. Nos encontramos, por tanto, con un mercado de deuda pública fragmentado, con emisores ofreciendo unos niveles de rentabilidad muy por debajo de lo que se puede justificar, aun en un escenario de escaso crecimiento y de ausencia de inflación, con otros que remuneran a tasas superiores a lo que justifican sus niveles de deuda pública en relación con el PIB (gráficos 1 y 2).

¿Tiene sentido asumir posiciones compradoras en referencias de deuda pública como las de EEUU, Alemania, Suiza o Reino Unido, cuyos niveles de rentabilidad son inferiores a las expectativas de inflación al plazo equivalente? Parece difícil de justificar.

<sup>1</sup> A la espera de que se active la OMT.

<sup>2</sup> Tanto Francia como EEUU son AA+ según S&P.

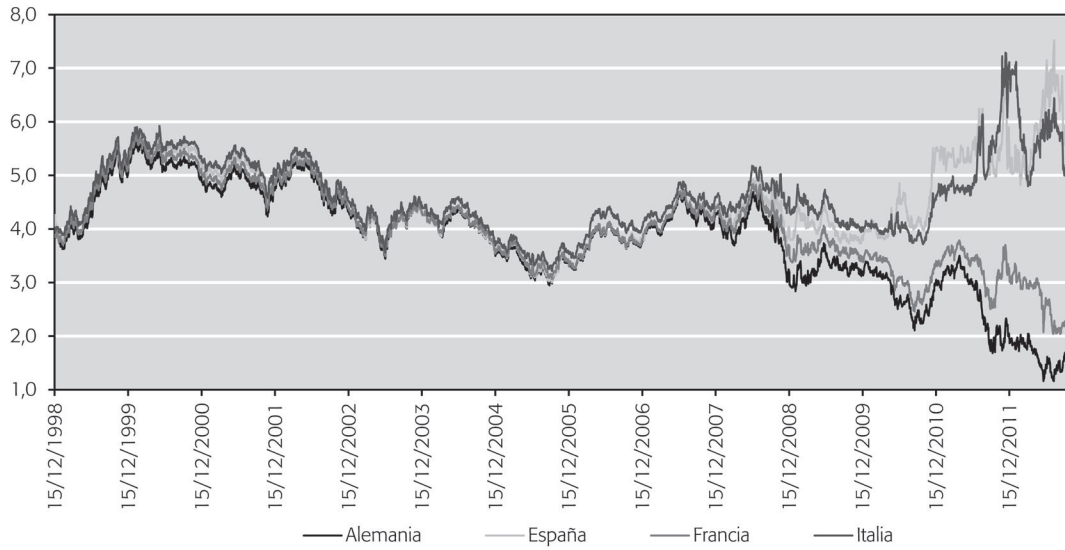
### 3. Renta fija privada: también el dispar del riesgo de crédito remunera de forma diferencial

Si antes hacíamos alusión a que las diferencias en el riesgo de crédito percibido entre emisores soberanos lleva a una ampliación de los tipos de interés, posiblemente excesivo en cuantía, al menos en algunos casos, situación similar se observa en el mercado de renta fija privada. Así, los *spreads* de emisores corporativos con grado de inversión se han relajado de forma muy intensa lo que, unido a los mínimos de los tipos *swap*, provoca que las rentabilidades se sitúen en media, y para un plazo de cinco años, entre el 2% y el 2,5% (gráfico 3). Es decir, en línea con las previsiones de inflación. Sin duda, una muestra más de que optar por activos percibidos como seguros implica conseguir rentabilidades muy bajas, demasiado, si tenemos en cuenta que, incluso en horizontes temporales de inversión largos (5-10 años) se situarán, previsiblemente, por debajo de la inflación.

De forma similar a lo que decíamos para la renta fija pública, asumir riesgo de crédito implica conseguir una mayor rentabilidad, en un *yield pick up* que en nuestra opinión más que compensa las superiores probabilidades de impago de estos emisores. Así, diferenciales del orden de los 600/700 puntos básicos (pb) implica una rentabilidad en el entorno del 8% anual para el próximo lustro, en un contexto en el que, esta vez, las empresas no están

Gráfico 2

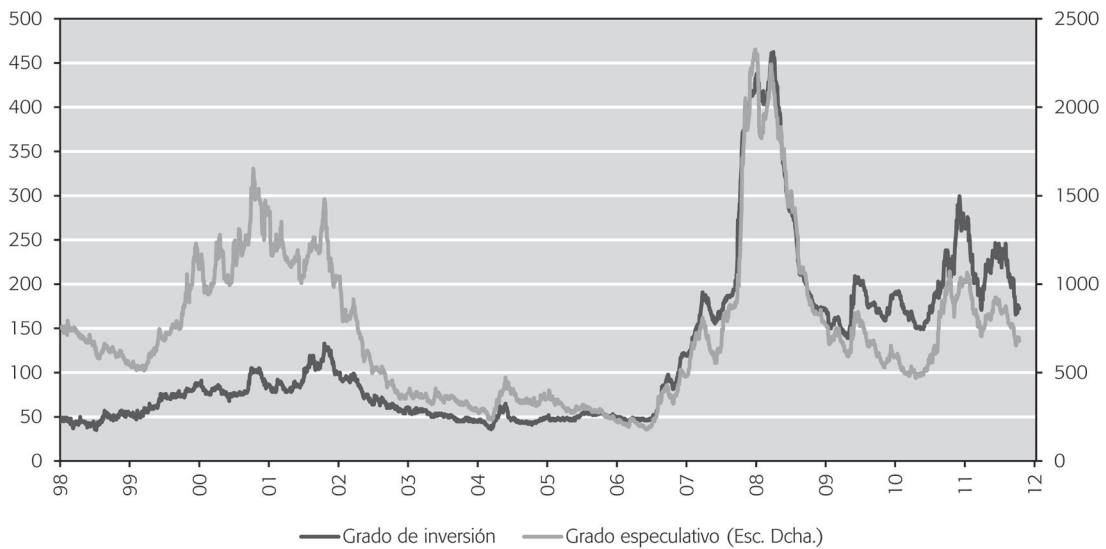
**EVOLUCIÓN DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD A 10 AÑOS DE ALEMANIA, FRANCIA, ITALIA Y ESPAÑA**



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

**EVOLUCIÓN DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD DE LA RENTA FIJA PRIVADA: GRADO DE INVERSIÓN FRENTE A GRADO ESPECULATIVO**



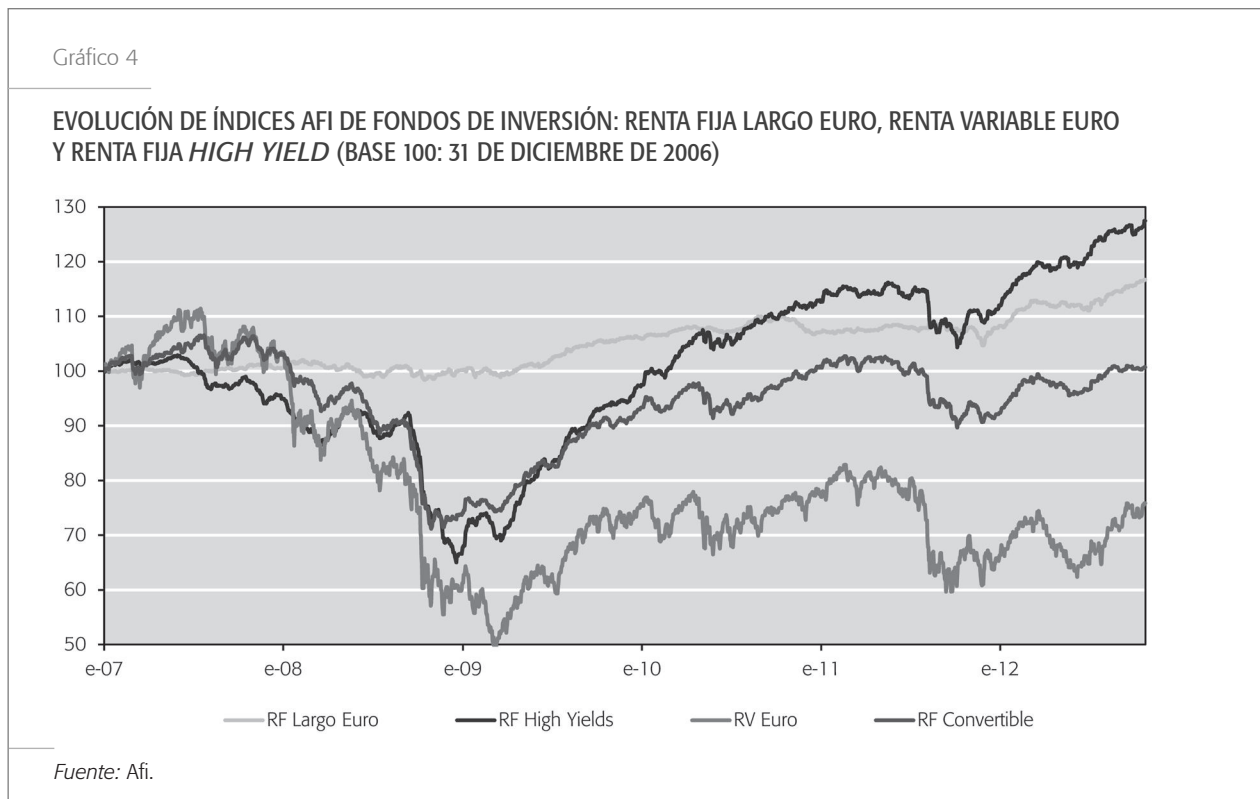
Fuente: Bloomberg.

obligadas al desapalancamiento, en claro contraste con lo observado en el año 2000. Las previsiones apuntan a una tasa de impago del orden del 2,5% para el segmento corporativo «grado especulativo», compatible con un ciclo económico mundial de escaso crecimiento, pero no de recesión. Una reducida probabilidad de impago que convive con un diferencial superior a lo justificable, lo que provoca que la renta fija *high yield* sea uno de los activos con mejores perspectivas de revalorización para los próximos meses. Y no solo en términos de rentabilidad, sino también de volatilidad, tal y como se ha observado en los últimos meses. Así, en el gráfico 4 se puede observar cómo esta tipología de activo financiero ha mostrado una gran capacidad de recuperación desde los mínimos de finales de 2008 en una tendencia alcista con muy poca volatilidad.

términos proporcionales, esté experimentando una mayor reducción de su variabilidad. En 2012 presenta una volatilidad del 4,7%, frente al 8,3% de media histórica o el 9,1% registrado durante la crisis financiera.

Y esta menor volatilidad está siendo compatible con una importante revalorización, como se pone de manifiesto en el gráfico 4, en el que se comprueba el claro mejor comportamiento relativo de este activo frente a otros como la renta variable o la renta fija convertible.

Y es que los emisores «emergentes» han continuado gozando de una reducción de los diferenciales, persistiendo así, salvo la leve excepción de finales de 2011, la tendencia a la compresión iniciada en marzo de 2009 cuando



El cuadro 2 recoge las volatilidades históricas para distintas ventanas muestrales, pudiéndose comprobar que la que está soportando en 2012 la renta fija *high yield* es de apenas un 3,6%, muy por debajo de la media histórica<sup>3</sup> (4,5%). En general, este año está siendo de «reducida volatilidad», dado que la práctica totalidad de activos financieros están sufriendo un riesgo de mercado menor que los promedios históricos. Tal vez sea la renta fija emitida por los tesoros de los países emergentes la que, en

los inversores se dieron cuenta de que el *decoupling* no solo era posible sino el escenario más probable (gráfico 5). La mejora gradual y casi constante de las calificaciones crediticias de estos países en los últimos meses, hasta observar una suerte de convergencia (cuadro 3), otra clave que explica la excelente evolución de la renta fija de países emergentes. Un activo que, ahora, se sitúa en un grado medio de riesgo, entre los emisores AAA y los corporativos *high yield* y la rentabilidad que ofrecen, en línea con este hecho.

<sup>3</sup> Desde 1999.

Cuadro 2

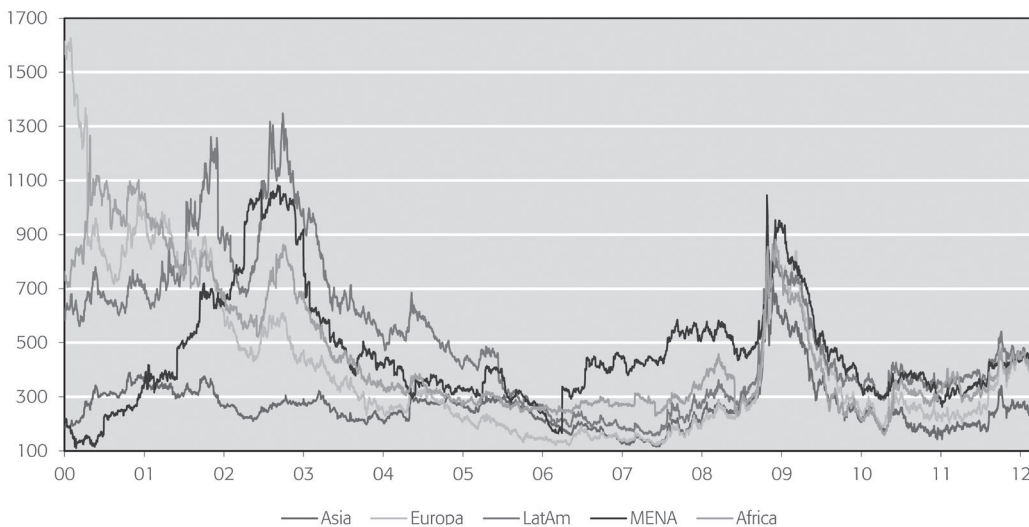
**VOLATILIDADES HISTÓRICAS DE ÍNDICES AFI DE FONDOS DE INVERSIÓN EN DISTINTAS VENTANAS TEMPORALES**

	2003-2006	Jul07- Mar 09	Jun 09 - May 11	May 11 - Nov 11	2012	1999-2012
Monetarios EUR	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,3%	0,2%
Monetarios USD	10,4%	12,9%	10,2%	11,0%	7,5%	10,2%
Monetarios Intern.	7,8%	6,4%	6,1%	9,3%	3,6%	5,4%
RF Corto	0,7%	0,4%	0,4%	0,8%	1,3%	0,5%
RF Largo	2,3%	2,4%	1,7%	2,5%	2,4%	1,7%
RF HY	4,9%	7,2%	4,0%	5,8%	3,6%	4,5%
RF Emergente	6,1%	9,1%	6,0%	6,3%	4,7%	8,3%
RF Convertible	5,3%	7,4%	4,4%	6,3%	3,9%	5,2%
RF Mixta Euro	4,5%	4,9%	3,5%	5,6%	4,2%	3,6%
RV Mixta Euro	11,5%	13,3%	9,0%	14,3%	8,9%	9,0%
Gestión Global	6,4%	7,5%	4,7%	7,8%	4,1%	5,5%
Renta Variable	21,5%	24,2%	16,0%	27,0%	15,8%	16,6%
Euro	21,5%	24,2%	16,0%	27,0%	15,8%	16,6%
EEUU	15,8%	23,8%	11,7%	19,4%	8,8%	15,4%
Japón	16,8%	23,4%	15,2%	14,9%	9,6%	17,7%
Emergentes	16,0%	27,4%	13,3%	18,8%	10,7%	16,5%
Ret. Abs. Cons.	0,8%	0,9%	0,6%	1,0%	0,7%	1,9%
Gestión Alternativa	2,1%	3,0%	1,6%	2,4%	1,3%	2,3%
Materias primas	12,9%	16,7%	13,2%	13,6%	10,1%	13,6%

Fuente: Afi.

Gráfico 5

**EVOLUCIÓN DE LOS EMBI SPREADS**



Fuente: JP Morgan.

Cuadro 3

**RATING S&P**

S&P											
Grado de inversión	AAA	ALEMANIA	FINLANDIA	HOLANDA	AUSTRALIA	HONG KONG	SINGAPUR	R.UNIDO	CANADÁ	SUIZA	
	AA+	EEUU	FRANCIA	AUSTRIA							
	AA	KUWAIT	QATAR	N. ZELANDA	BÉLGICA						
	AA-	TAIWÁN	CHINA	ESTONIA	JAPÓN	CHEQUIA					
	A+	CHILE	ISRAEL	COREA SUR							
	A	ESLOVAQUIA	ESLOVENIA								
	A-	POLONIA	BOTSWANA	MALASIA	MALTA						
	BBB+	IRLANDA	ITALIA	TAILANDIA	KAZAJSTÁN						
	BBB	BULGARIA	LITUANIA	BAHREIN	MÉXICO	PERÚ	RUSIA	PANAMÁ	SUDÁFRICA	BRASIL	
	BBB-	INDIA	COLOMBIA	MARRUECOS	CROACIA	ISLANDIA	URUGUAY	ESPAÑA	LETONIA	AZERBAIJÁN	
Grado especulativo	BB+	INDONESIA	RUMANÍA	HUNGRÍA	COSTA RICA	FILIPINAS					
	BB	GUATEMALA	TURQUÍA	PORTUGAL							
	BB-	EL SALVADOR	VIETNAM	PARAGUAY	GEORGIA	MONGOLIA	BOLIVIA				
	B+	UCRANIA	HONDURAS	REP. DOMINIC.	VENEZUELA						
	B	ARGENTINA	ECUADOR	LÍBANO	BOSNIA&HER.	EGIPTO	CHIPRE				
	B-	JAMAICA									
	CCC	GRECIA									
	SD	BELICE									

\* También son AAA Dinamarca, Noruega, Suecia, Luxemburgo, Liechtenstein, Isla de Man y Guernsey

Fuente: Bloomberg.

#### 4. Los beneficios empresariales como factor director de la renta variable

Tras encadenar tres años de crecimiento del PIB al 2,0%, EEUU no solo ha conseguido poner fin a su particular Gran Recesión, sino que desde el tercer trimestre de 2011 ha situado el tamaño de su economía en una cifra nunca antes vista<sup>4</sup> (gráfico 6). Como reflejo de ello, también el beneficio por acción (BPA) de las empresas que cotizan en el S&P 500 ha recuperado las cotas vigentes antes del inicio de la crisis (gráfico 7). Cierto es que con una dispar composición sectorial (el sector financiero aporta sensiblemente en menor cuantía, mientras que son los sectores vinculados con la tecnología los grandes protagonistas), pero, a efectos de explicar la evolución del mercado bursátil estadounidense, lo razonable es utilizar el agregado.

Parece razonable que con un BPA en máximos, los índices bursátiles se sitúen también en máximos. Pero, como es sabido, no siempre es así (tanto en los momentos de euforia como de pánico, cuando los desajustes son importantes). El gran elemento de contraste lo encontramos con la situación del año 2000. Entonces, el S&P 500 también cotizaba en la zona de los 1.400/1.500 puntos, ipero el BPA era menos de un 50% del actual! (gráfico 7). Esta

<sup>4</sup> 16 billones de USD.

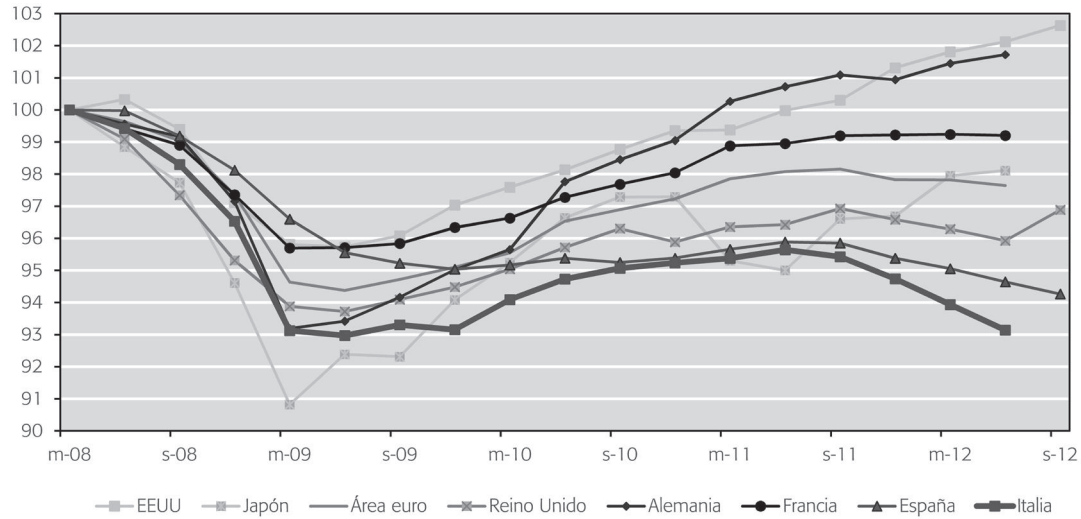
disparidad entre cotizaciones y BPA se plasmaba muy bien en el PER: entonces llegó a ser de 30 veces, un nivel que refleja la euforia del momento. Ahora se pagan 13 USD por cada USD de BPA (gráficos 8 y 9), un nivel mucho más razonable para una economía en expansión. El S&P 500 tuvo que purgar entre 2000 y 2003 no solo la caída del BPA sino, en mayor medida, la sobrevaloración relativa. En 2007-2009, como ahora veremos, lo que se tuvo que ajustar no fue tanto el exceso de la valoración relativa sino la intensísima caída de los beneficios empresariales.

Para el debate queda por ver cómo el precio de las acciones evoluciona en línea con el indicador «más fundamental de los analistas fundamentales», el BPA. La sincronización que se observa en el gráfico 7 es un buen reflejo de lo que se está comprando cuando se adquieren acciones. Solo una objeción: sería deseable que, más allá del BPA actual, el mercado pagara por expectativas sobre BPA futuro. Pero quedémonos, una vez más, con las lecciones que nos aporta la historia. Entre ellas, la burbuja de 2000, cuando las cotizaciones se revalorizaban a un ritmo mucho más rápido que los beneficios. Otra lección es el «orden» del período alcista 2003-2007. Es cierto que las alzas bursátiles fueron muy significativas, pero no menos importantes fueron las elevaciones del BPA; cosa distinta es la crisis económica que vino después, es decir, la corrección bursátil de 2008 se debió a una caída del PIB, y con ello del BPA y no a la necesidad de purgar excesos de valoración (ver en el gráfico 8 y 9 cómo el PER



Gráfico 6

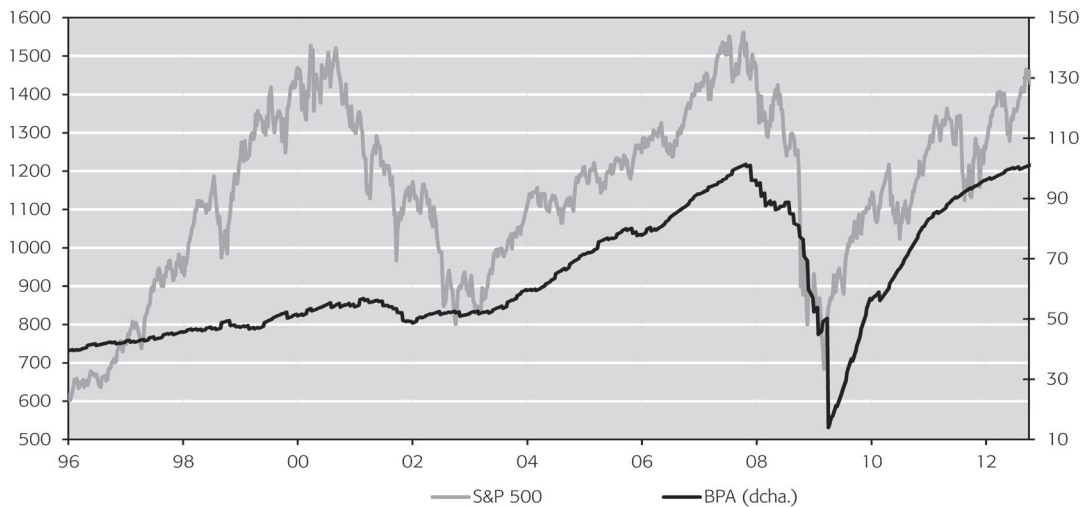
EVOLUCIÓN DEL PIB (BASE 100: 1T2008)



Fuente: FactSet.

Gráfico 7

EVOLUCIÓN DEL S&P 500 Y DEL BPA



Fuente: FactSet.

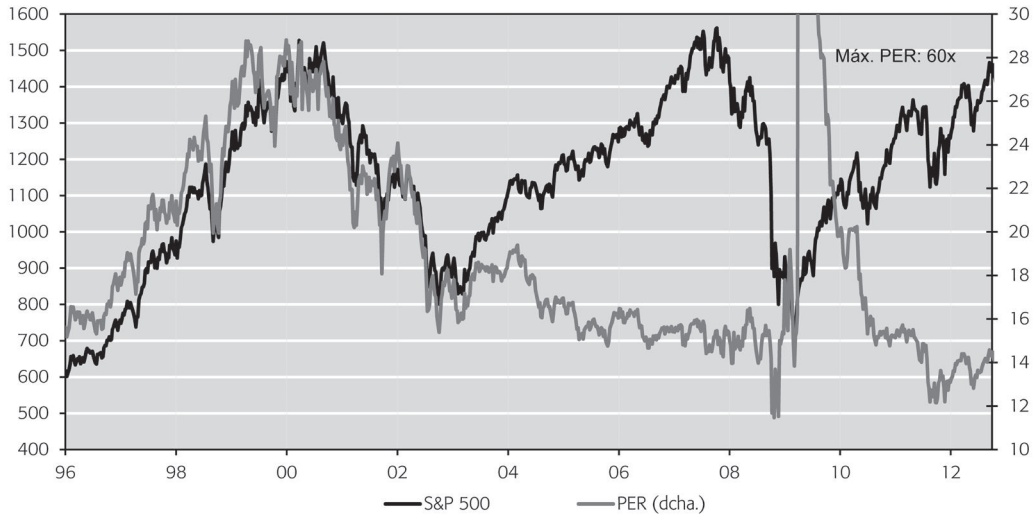
estuvo cayendo en el período alcista de 2003-2008)<sup>5</sup>. El período actual también ofrece señales de «orden», por cuanto no ha habido expansión de múltiplos de valoración y toda la revalorización del S&P 500 está vinculada a las alzas del BPA.

<sup>5</sup> Otro debate es si el mercado debió haber anticipado la intensa recesión económica de 2008/2009. Está claro que no lo hizo, lo cual refuerza una de mis ideas clave: «el mercado paga lo que ve».

En definitiva, la renta variable estadounidense está «correctamente valorada». Su principal apoyo es, sin duda, un ciclo económico y de beneficios que se han situado en máximos históricos, en claro contraste con lo que se observa en el Área Euro (gráfico 10). Surge aquí el eterno dilema a la hora de gestionar inversiones financieras. ¿Comprar renta variable de EEUU ante las señales positivas que emergen desde la «macro» o comprar renta variable euro porque

Gráfico 8

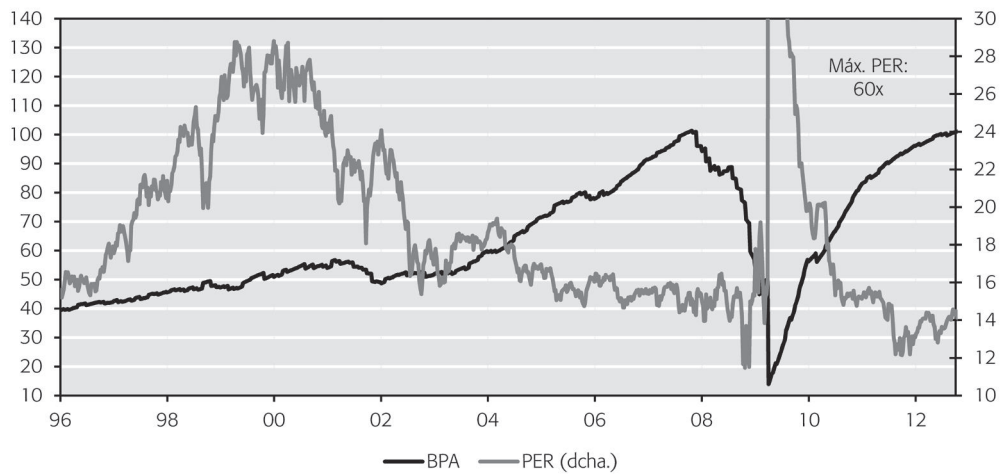
### EVOLUCIÓN DEL S&P 500 Y DEL PER



Fuente: FactSet.

Gráfico 9

### EVOLUCIÓN DEL BPA Y DEL PER DEL S&P 500

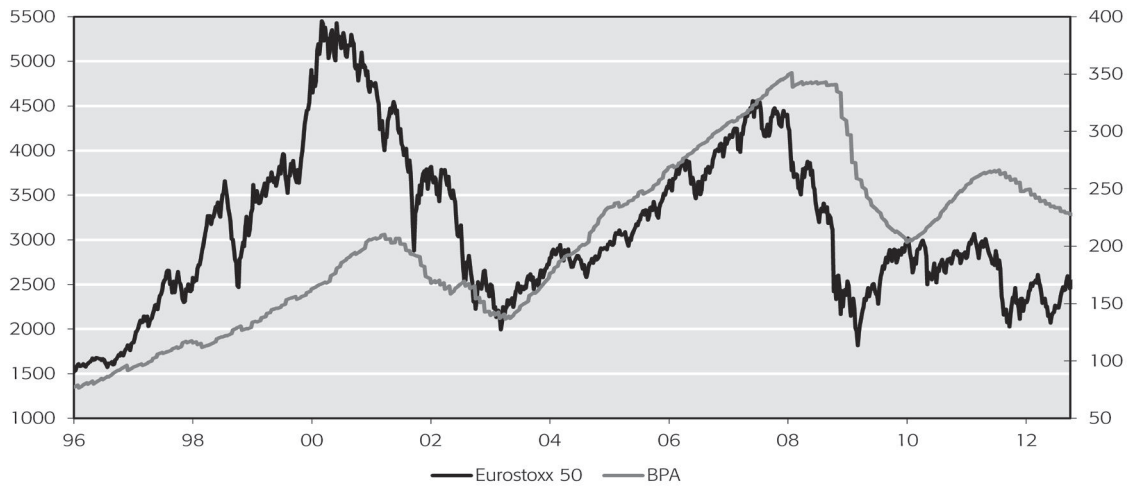


Fuente: FactSet.



Gráfico 10

## EVOLUCIÓN DEL EUROSTOXX 50 Y DEL BPA



Fuente: FactSet.

será la que experimente un mejor comportamiento futuro, cuando la «macro» mejore?

## Conclusiones

A la hora de gestionar inversiones financieras, a la tradicional complejidad se le suma una dispar posición cíclica de las distintas economías, así como importantes

diferencias de valoración, no solo entre activos financieros, sino dentro de cada uno de ellos. La presencia activa de los bancos centrales, así como la existencia de «riesgos de cola» distorsionan los precios de los diferentes *asset class*. Solo en la volatilidad realizada se encuentra un factor más favorable respecto a lo observado durante la Gran Recesión, y es que ciertos activos presentan una variabilidad en sus precios menos intensa, incluso, que los promedios históricos.