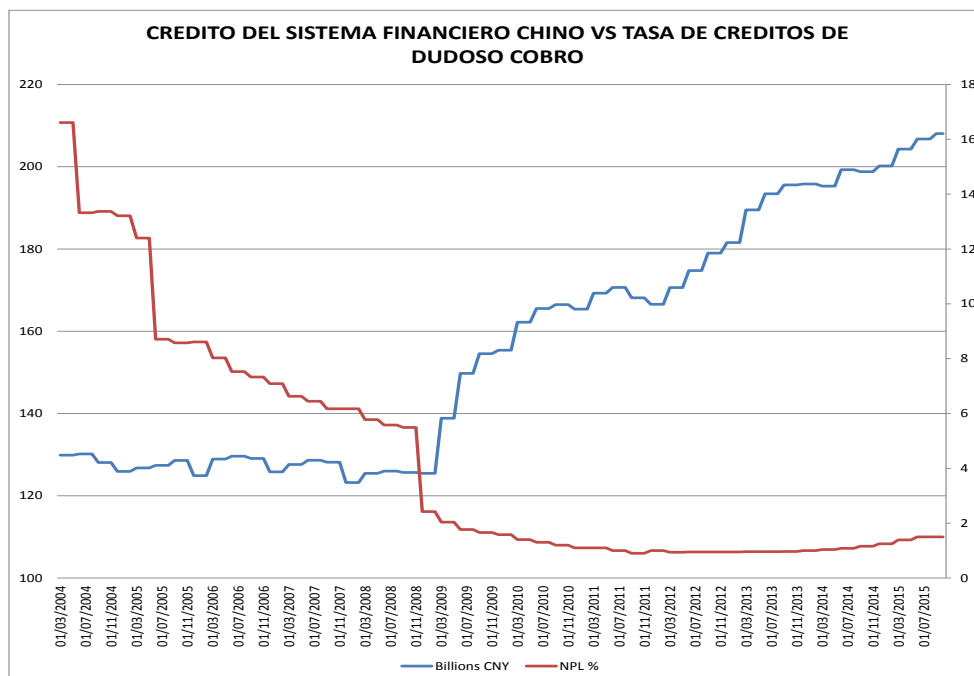


Noviembre 2015

La junta de culata de mi cerebro

El otro día un buen amigo me comentó que me veía más ido de lo normal. Llegué a casa y mi querida esposa aludió también a que me encontraba como un zombie de *Walking Dead*. Llegó el partido de baloncesto y mi entrenador me abroncó por mi 'empanada' y falta de comprensión de los sistemas. Un antiguo compañero de trabajo me dijo que me había cruzado con él por la calle y que me había visto hablar solo y, para acabar de liarla, el otro día se me olvidó dónde había dejado el coche. La verdad es que ante semejante aluvión de 'acusaciones' sobre mi estado mental, me preocupé y fui el otro día a ver a mi psiquiatra. Sin embargo, para desgracia de mi mujer, el veredicto fue que estaba más cuerdo que nunca, pero que sí que apreciaba que tenía muchísimas cosas en la cabeza que me perturbaban y había signos claros de que la junta de culata que protege mi cerebro-motor estaba empezando a resquebrajarse, con la posible grave avería que se podía producir en él. Me recomendó que expulsara todas mis preocupaciones sin tapujos como terapia de choque para bajar la temperatura del motor y evitar mayor sufrimiento de la junta de culata de mi cerebro. Siguiendo al milímetro las recomendaciones de 'Il Dottore' expongo a continuación algunas de las cosas que me pasan por la cabeza.

La credibilidad del sistema financiero chino y cuánto tiempo tardarán en reconocer que tienen un problema y que los NPL (*Non-performing loans* o préstamos en mora) no pueden seguir ahí. Emitir deuda para pagar deudas impagables no es el camino, el entramado de sociedades cuasi gubernamentales interpuestas para emitir bonos y sostener la burbuja es un ejercicio que lo único que hace es dilatar la quiebra de alguna entidad financiera.



¿Tanto cuesta reconocer que en China existe un problema de exceso de capacidad financiado con unos niveles de deuda insostenibles, pero que a su vez el tránsito hacia una economía de demanda ha sido un fracaso?



twitter



linkedin



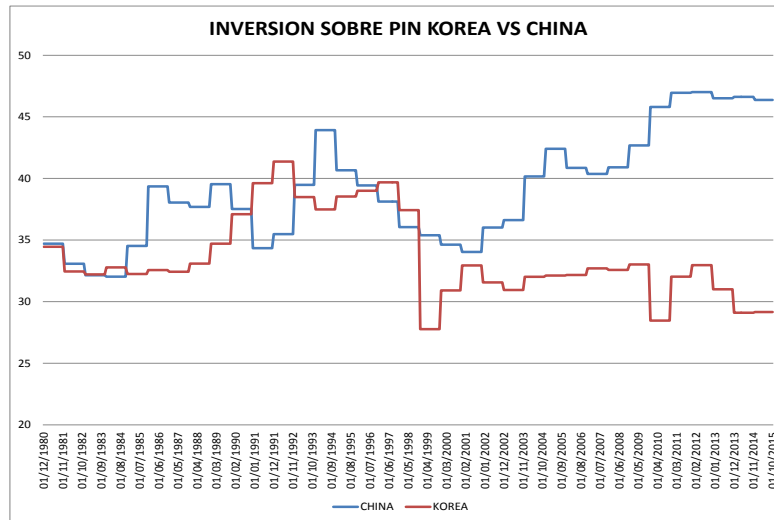
youtube



unience



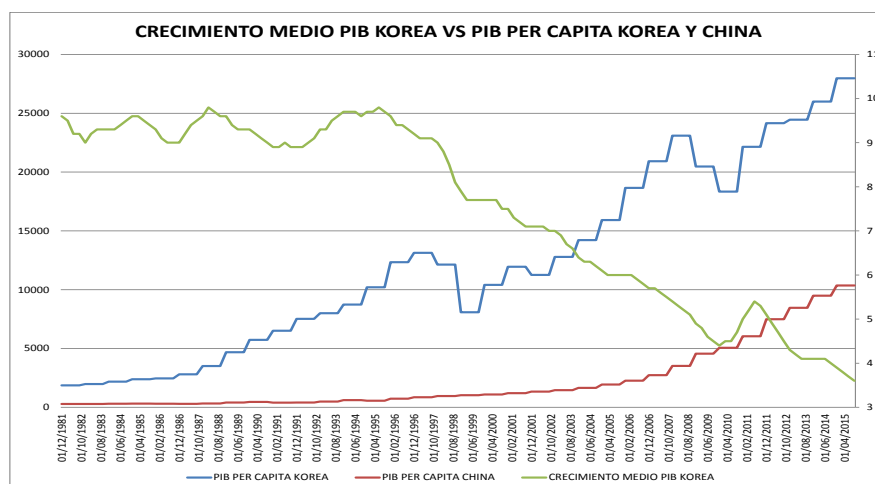
abanteesores.com



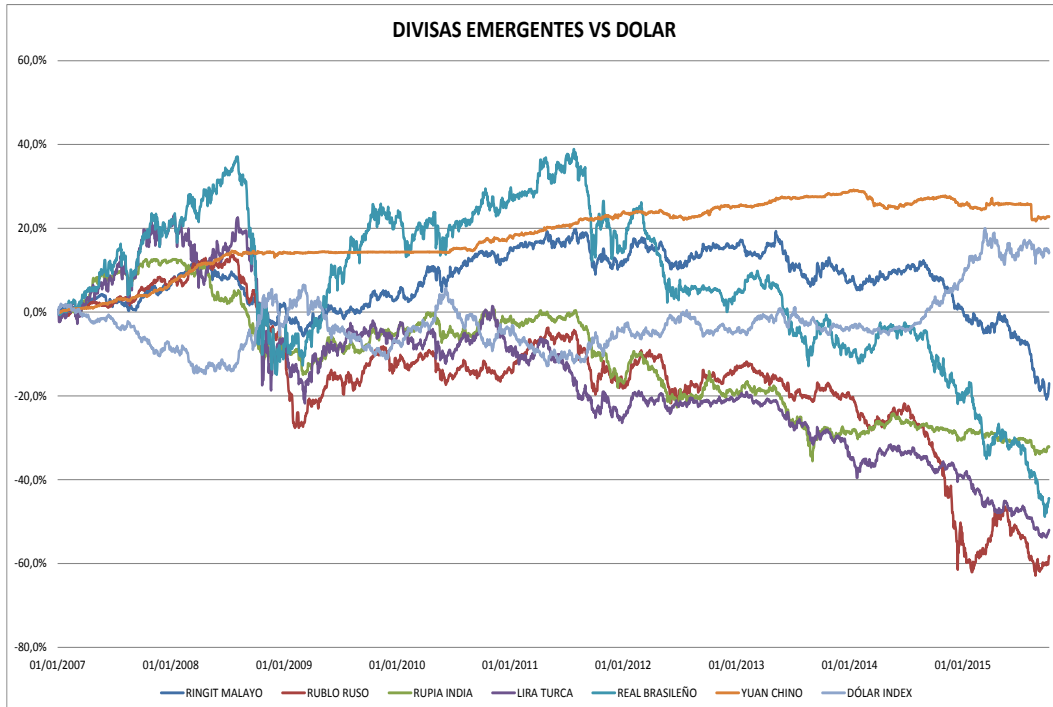
Me da muchas veces la sensación de que a nadie le preocupa que el PPI chino (*Producer Price Index* o índice de precios de producción) lleve en negativo 44 meses y que la deflación campa a sus anchas.



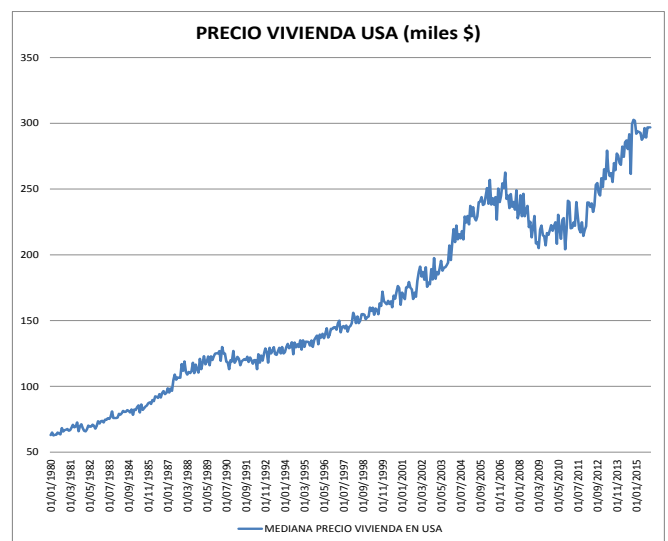
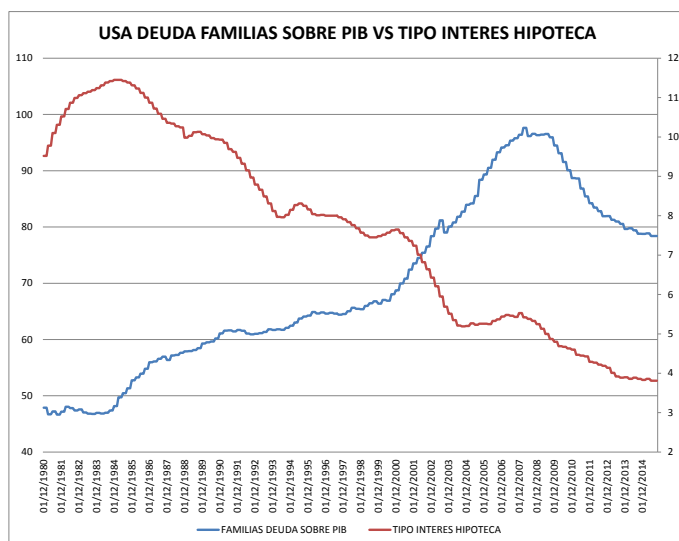
¿Cuándo acabará la discusión de si China crece al 9/8/7/6 o 5%, si lo que hace falta es que crezca de otra forma? Su crecimiento, a medida que aumente su renta per cápita, debe moderarse hacia la zona del 3/4 %. El drama es asumir que creces al 6/7%, pero en base a una burbuja de crédito e inmobiliaria no sostenible.



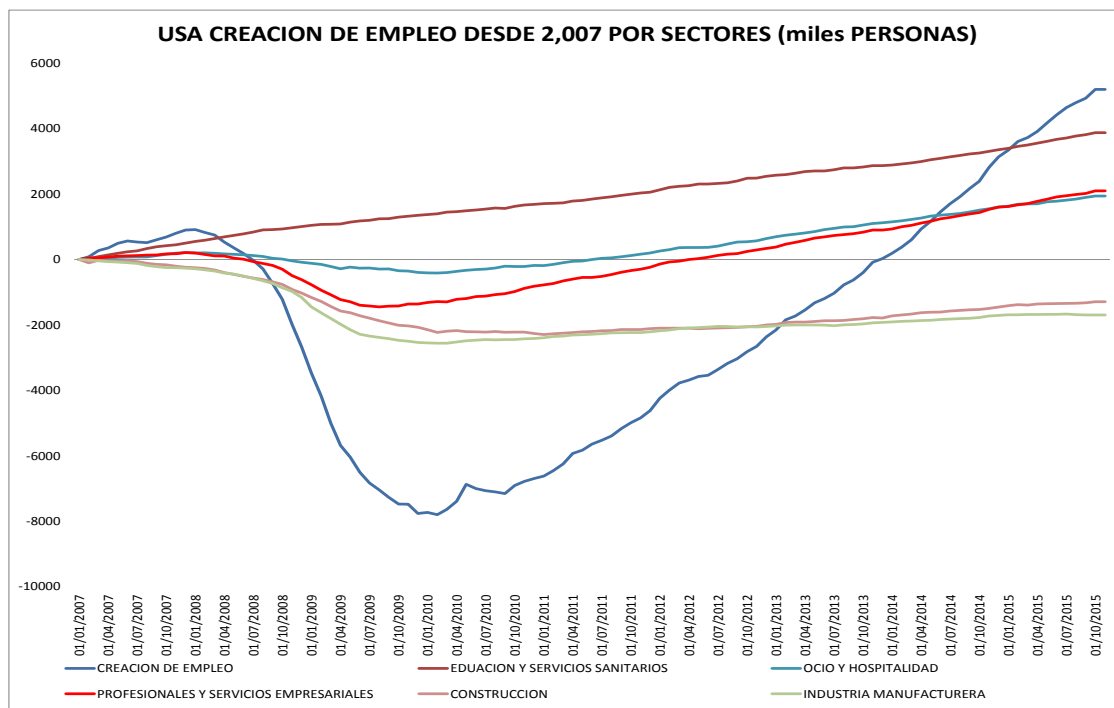
Las divisas emergentes han sufrido un proceso de devaluación frente al dólar, a medida que se han producido la salida de capitales y las caídas de balanza por cuenta corriente. Pero ahora China debe elegir entre dar credibilidad vía fortaleza/estabilidad de la divisa para evitar una crisis de crédito o depreciar por necesidad para crecer vía exportaciones.



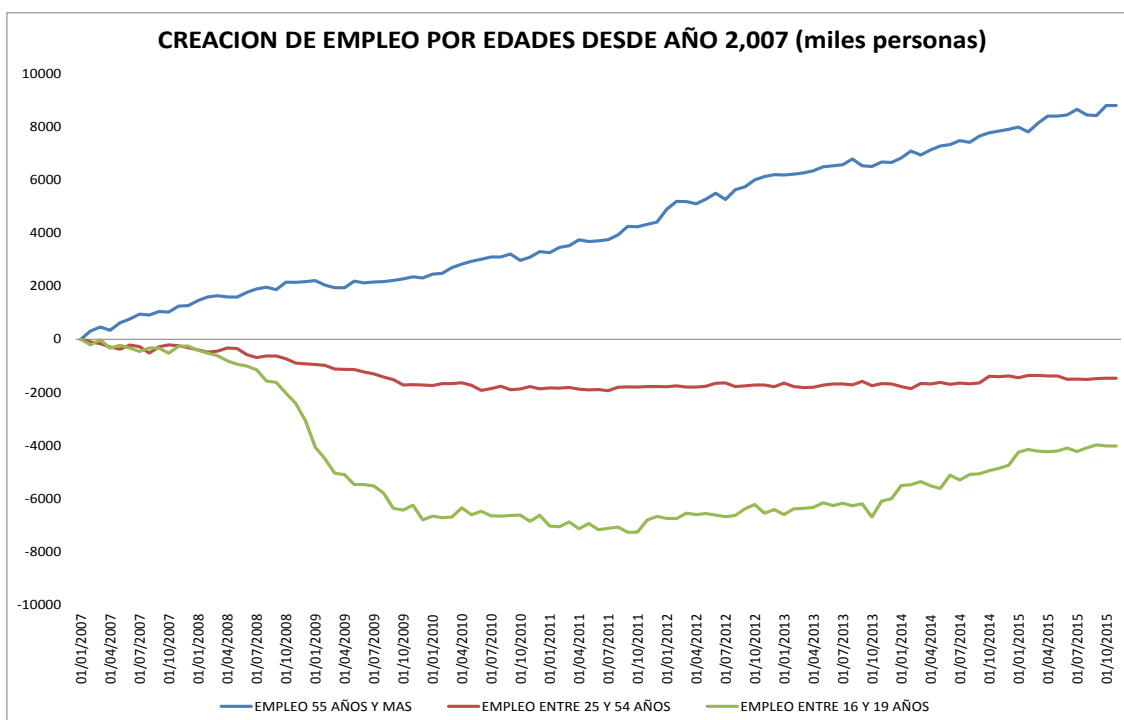
La deuda de uno es el ahorro del otro y eso se ve en la desaceleración de la deuda de las familias americanas frente al aumento de la del Estado o el incremento de la de los chinos, que han sustituido a los americanos como "grandes gastadores". Los bajos tipos hipotecarios han vuelto a tener un efecto claro en la recuperación del precio de la vivienda, que están por encima de la burbuja de 2007. La sensación de riqueza inmobiliaria sigue siendo el antídoto perfecto a la precaria recuperación de los salarios.



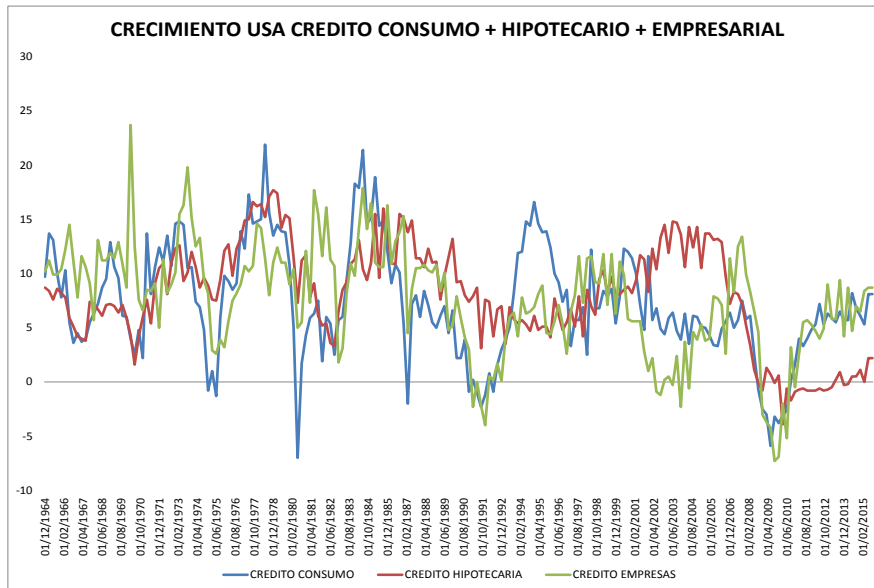
La recuperación del empleo es clara, pero no se puede presumir de una tasa de paro que realmente se ha visto muy favorecida por la caída de la tasa de participación hasta el 62,4% desde el 67% del 2000. Asusta ver que la creación de empleo solo viene de los servicios, ya que la volatilidad es mayor en ese segmento.



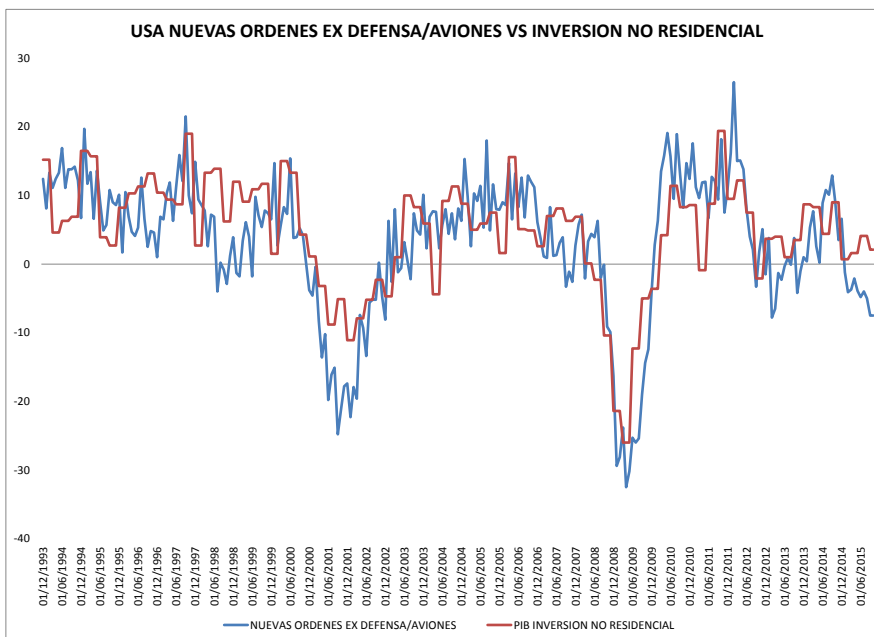
Y junto con lo anterior, impresiona ver cómo se genera empleo solo en el segmento de población de más de 55 años, donde probablemente existe menos presión salarial y menor productividad. Bueno para las compañías de servicios, pero malo para la economía real y su crecimiento vía salarios.



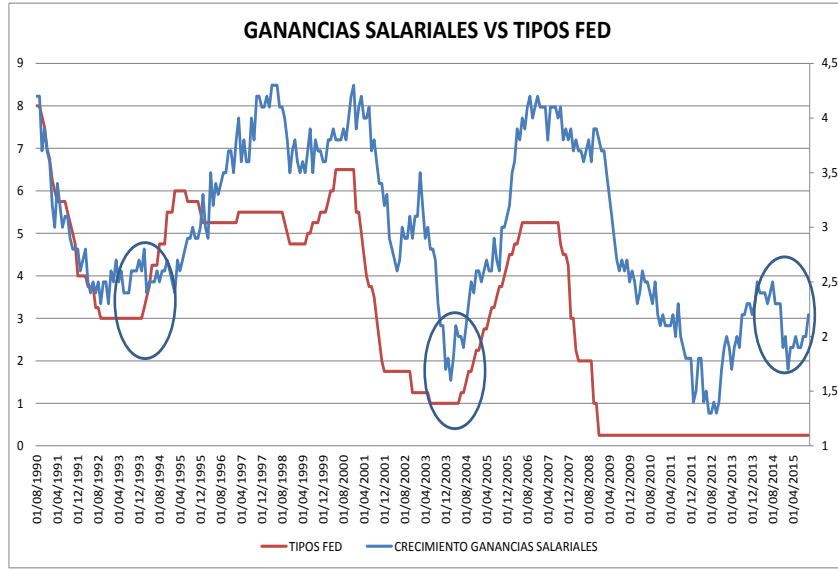
La contribución al crecimiento del PIB del consumo privado no se ha basado tanto en calidad de crecimiento de salarios, como en la mejora del precio de la vivienda, los bajos tipos hipotecarios y la vuelta al crédito de consumo.



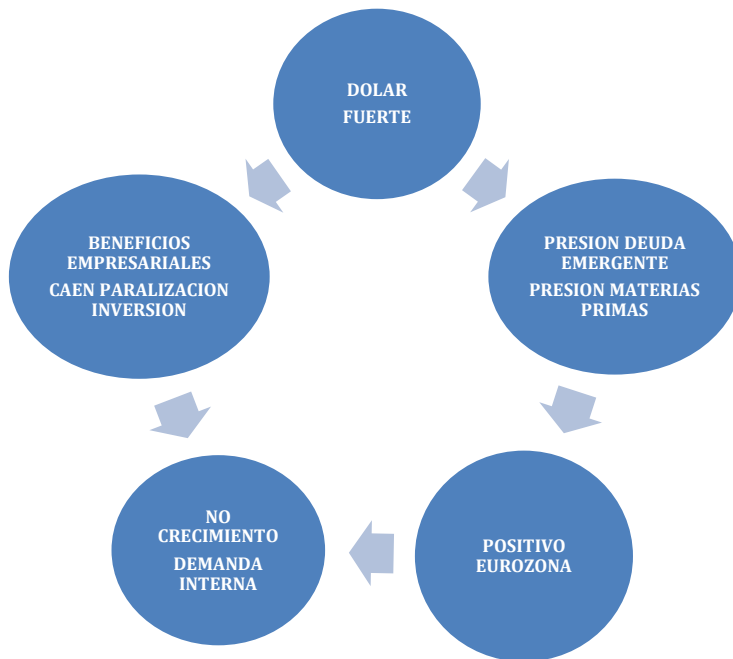
La inversión no residencial puede que en los siguientes trimestres entre en negativo, como anticipa el dato las nuevas órdenes ex defensa. Por tanto, no deja de preocupar que el ciclo de inversión esté roto y que las compañías, como se ve en el gráfico anterior, incrementen deuda; no para invertir, sino para recomprar sus acciones, sobrepasando claramente los ratios de deuda neta sobre EBITDA de ciclos anteriores.



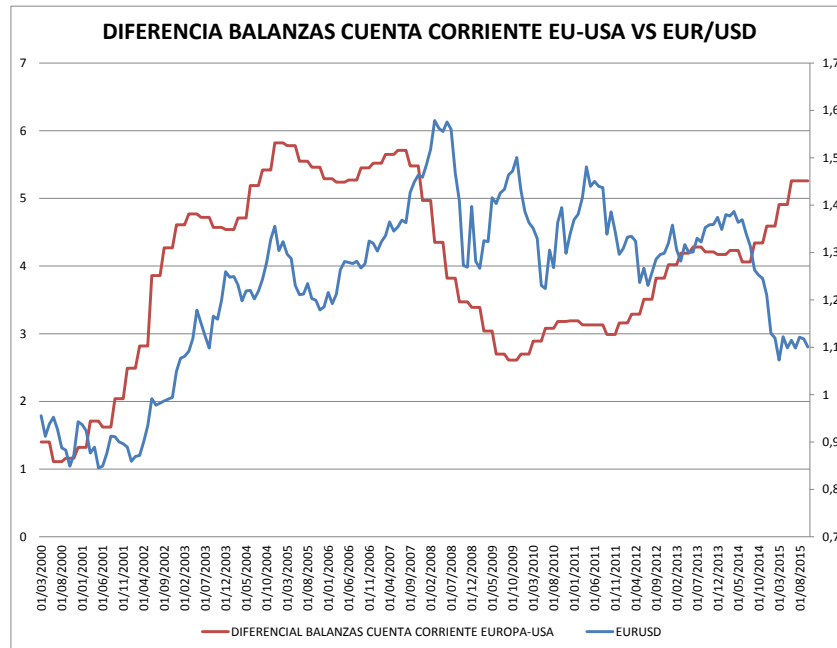
Con una tasa de paro del 5%, cierta inflación salarial, precio de la vivienda en máximos y crecimiento del crédito al consumo dos veces por encima del crecimiento nominal del PIB, hay pocas excusas para no normalizar los tipos de interés. El problema no es la subida, sino que el tipo de recuperación tan débil que ha habido no da para muchos incrementos, por lo que no quedan muchas políticas monetarias en el caso de que tengamos un evento externo. Solo quedaría entrar en QE otra vez, con los efectos deflacionarios que tendría en el mundo, deshacer la mejora fiscal que ha posibilitado que el déficit baje hasta el 2,4% desde el 10% del 2009, traspasar la línea y poner los tipos en negativo, empezar a comprar bonos corporativos de baja calidad o hacer QE social. Siete años sin una sola recesión y no somos capaces de normalizar la anomalía de vivir con represión financiera, lo cual me hace dudar del sistema en el que estamos metidos y ser más consciente que nunca de que el 'mar de deuda' importa y limita el crecimiento.



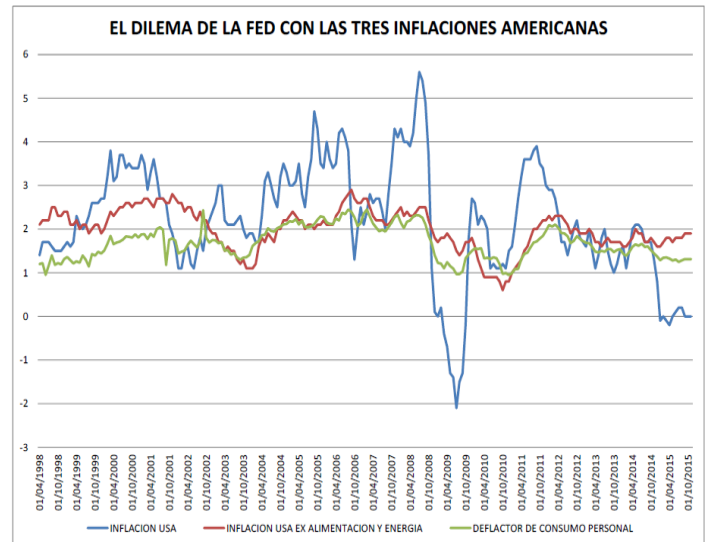
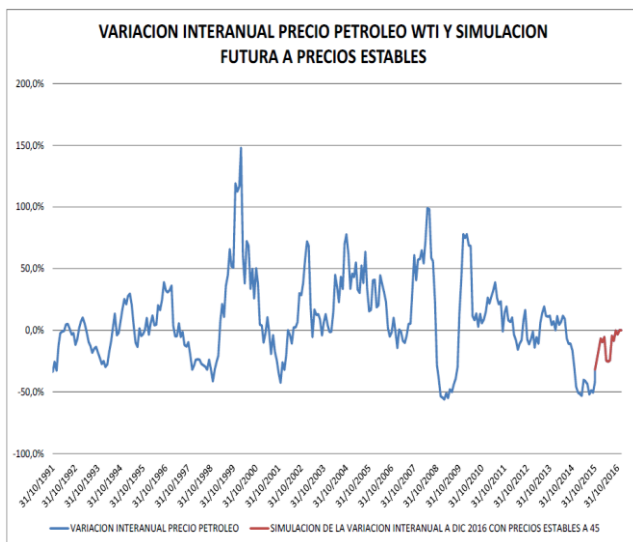
El consenso sobre la fortaleza del dólar es bastante común, pero si los tipos suben y el mercado aprecia que no pueden ir mucho más y que es una subida que no va a tener recorrido, el dólar se puede dar la vuelta y abandonar su fortaleza. Si el petróleo, a su vez, aumenta de precio o se queda estable y la inflación general se incrementa para converger con la subyacente y no se produce una mejora de la inversión, nos podemos encontrar a las puertas de un escenario de estancamiento con inflación (*stagflation*).



Si la subida de tipos no va muy lejos, con la diferencia tan positiva a favor de Europa en términos de balanza por cuenta corriente, se podría justificar un euro/dólar hacia la zona de 1,2, con los efectos en exportaciones tan grave que tendría en Alemania, cuya balanza por cuenta corriente positiva de 8,2 puntos se podría ir a la mitad.

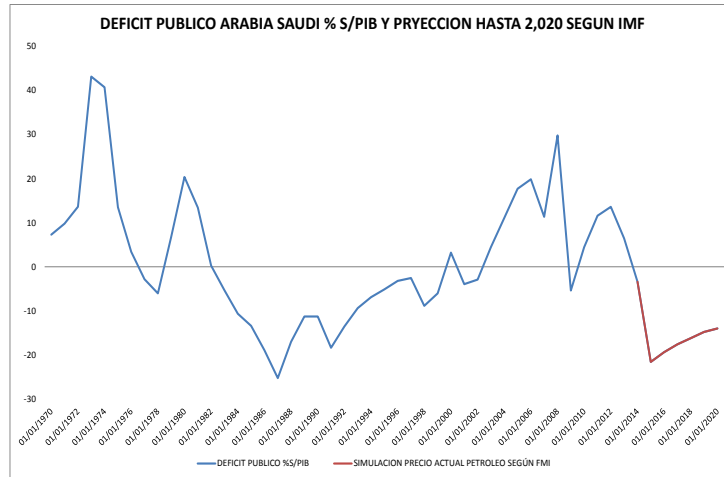


Si el petróleo se queda estable en la zona de los 40/45 dólares, las comparativas interanuales, que también han funcionado hasta ahora, perderían su valor y la inflación general convergería con la subyacente hacia zonas relativamente altas para los niveles de crecimientos de salarios y evolución de demanda interna que existe en Occidente. Si a esa subida de inflación por energía se le suma algo de inflación salarial, el bono a 10 años puede empezar a mirar hacia la zona del 3%, con los efectos en mercado que esto puede tener. Un petróleo hacia la zona de 30/35 dólares sería una excelente noticia para el consumo en Europa, pero las caídas de beneficios en Estados Unidos podrían ser de dos dígitos, ya que esos niveles de petróleo traerían la paridad del euro.

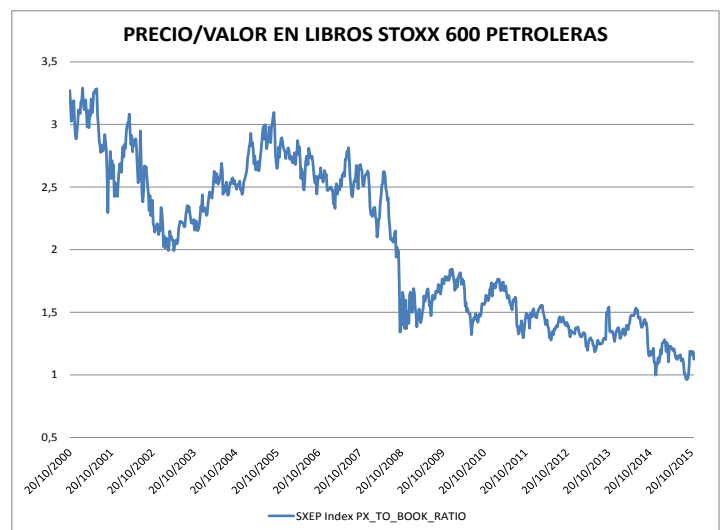
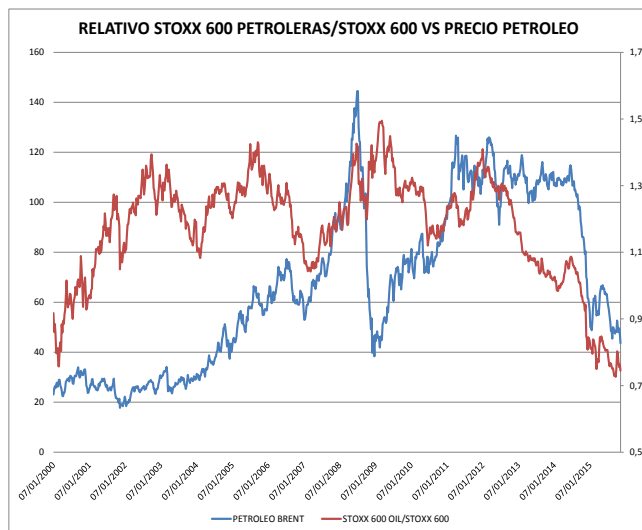


Una de los temas más delicados que veo es el tema del petróleo, debido a que la situación de las finanzas públicas de Arabia Saudí se va volver crítica por la entrada en un déficit público del 20% del PIB como consecuencia de la caída de los ingresos de petróleo e incremento del gasto en defensa. La fuerte caída de las reservas en los últimos meses y la entrada en déficit por cuenta corriente hace necesario volver a emitir bonos por primera vez desde 2007. La necesidad de mantener la paz social en Arabia es fundamental para evitar que el petróleo caiga en manos que provoquen un colapso mundial de la economía, con lo que no

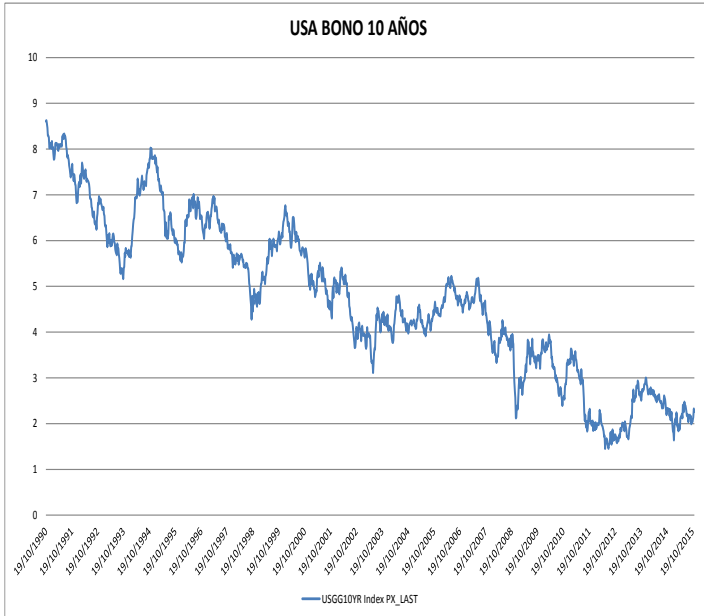
creo que el precio del petróleo deba corregir mucho más: los primeros interesados de que se suba somos nosotros. Aunque transitoriamente pueda ir por debajo de 40 dólares la estabilización en la zona 50/60 es necesaria para árabes y occidentales; aun así estamos lejos de los 100 dólares con los que Arabia Saudí cuadraría su déficit con tranquilidad, por lo que la moneda árabe sufrirá presiones.



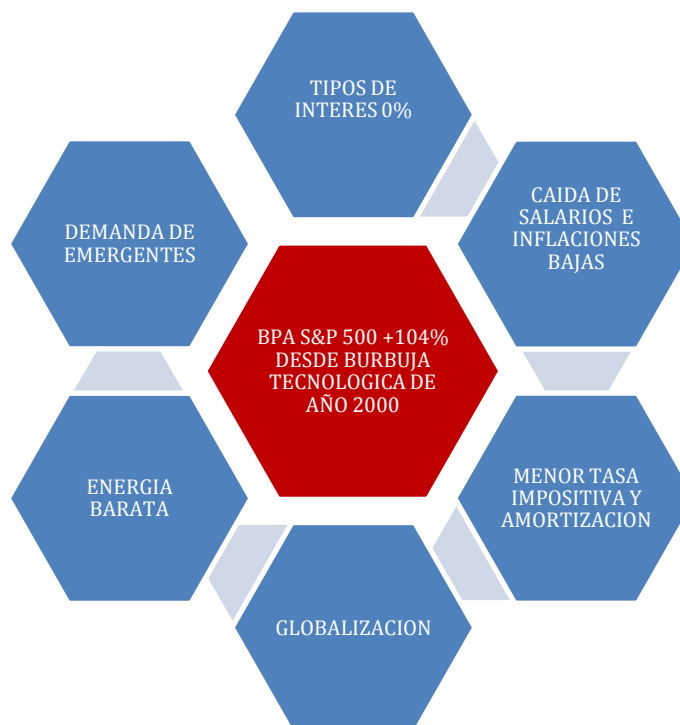
Quizás sea el momento de comprar petroleras en relativo frente al mercado, por valoración nunca han estado tan baratas en términos de precio/valor en libras. Si el petróleo se estabiliza acuérdense de Rusia primero y después de Brasil.

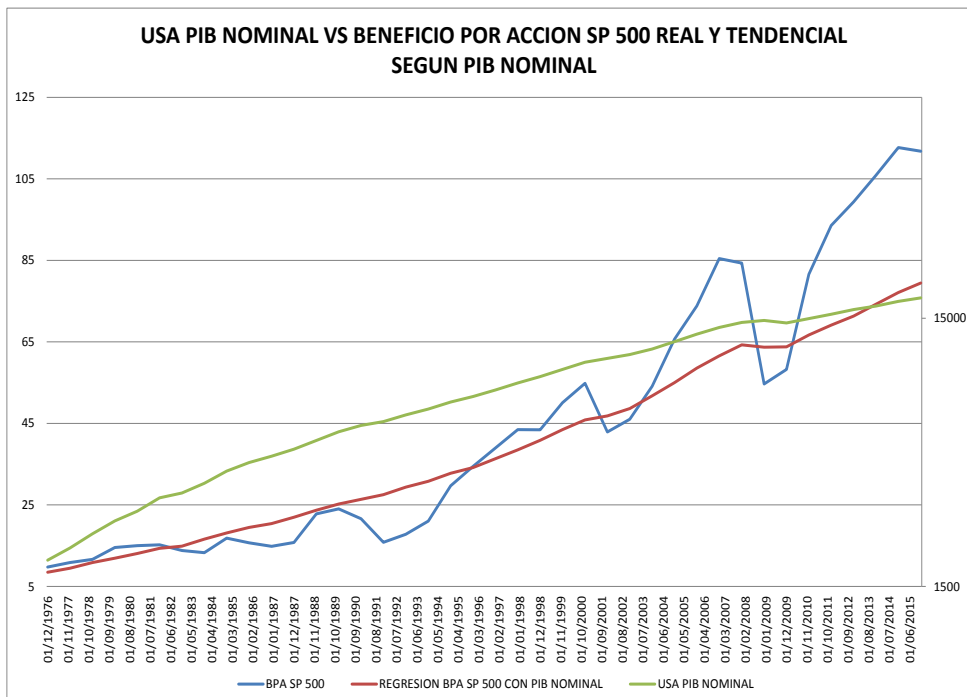


Claro, pero si el petróleo sube porque al final los árabes actúan sobre la oferta, las inflaciones se pueden disparar hacia niveles superiores a los objetivos de los bancos centrales, así que la desaceleración económica estaría servida, ya que el mundo de deuda en el que vivimos no soporta subidas de tipos. Entrar en QE en Estados Unidos es una posibilidad muy seria si esto sucede y habría que ver qué efectividad tiene, puesto que el mercado ya empieza a opinar que el QE no provoca en el medio plazo el crecimiento deseado. Quizás entraríamos en fase de expansión de la política fiscal o tipos negativos o QE social (que nos tiren el dinero a las calles). Me da miedo que la rentabilidad del 10 años americano se vaya por encima del 2,5/3% y la de los *corporate* BAA de Moody's por encima del 5,5%; se puede producir pánico por sensación de pérdida de control de los bancos centrales y por la fuerte contracción de multiplicadores que tendría en el mercado de renta variable.

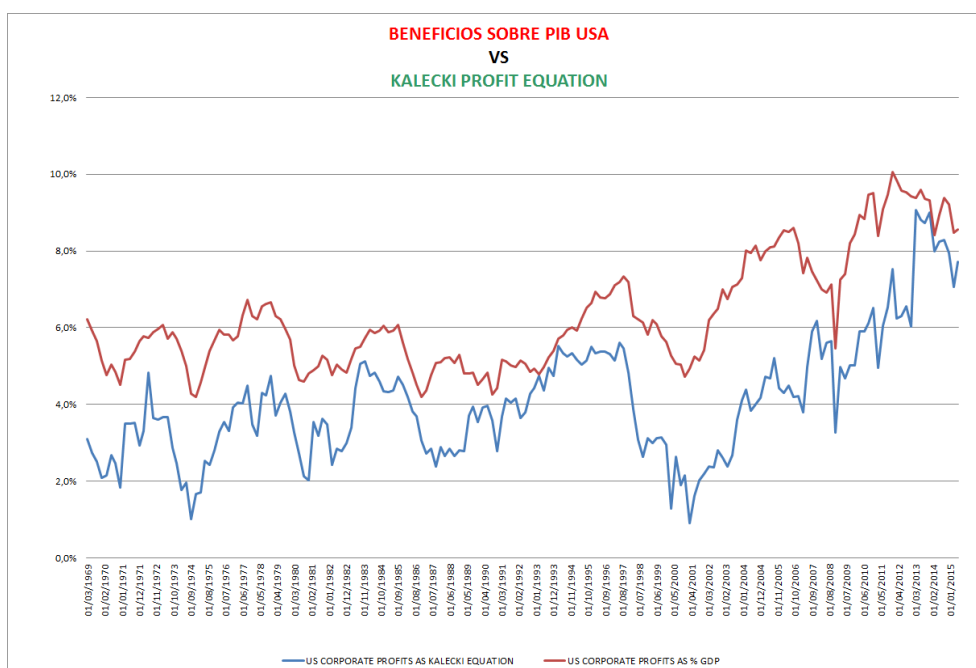


El final del ciclo de beneficios en Estados Unidos es más que evidente, a pesar de que el consenso de beneficios siga siendo muy alcista para el año 2016. La única vía para que se siga sosteniendo crecimiento de beneficios es un dólar depreciándose por la no subida de tipos, por la subida del precio del petróleo o por más QE. Las condiciones de las que ha gozado el capital en los últimos años no son muy repetibles. La convergencia de lo nominal con lo real por la deflación de la guerra de las divisas hace que los crecimientos nominales sean más bajos y si simuláramos desde el año 1975 los beneficios en correlación con el PIB nominal saldría un BPA (beneficio por acción) del S&P 500 de 80 dólares frente a los 110 reales.

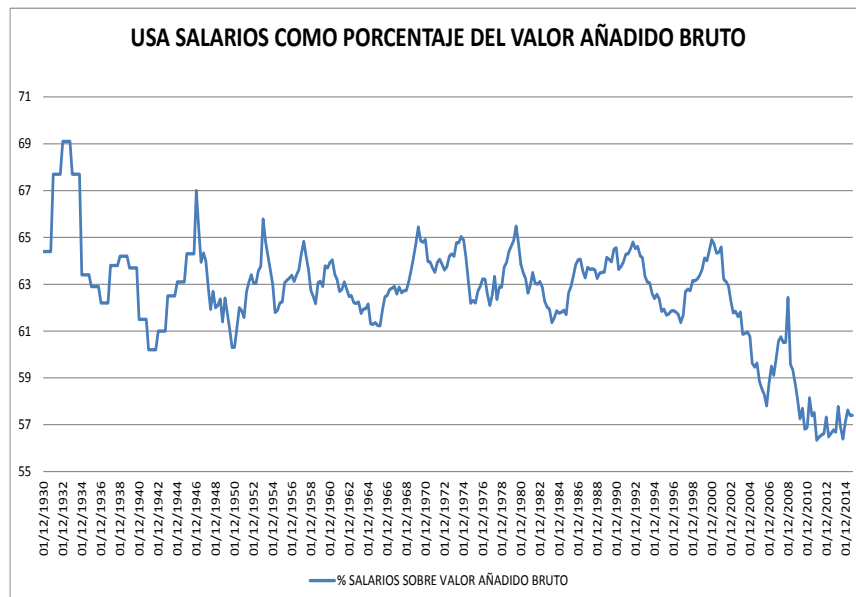




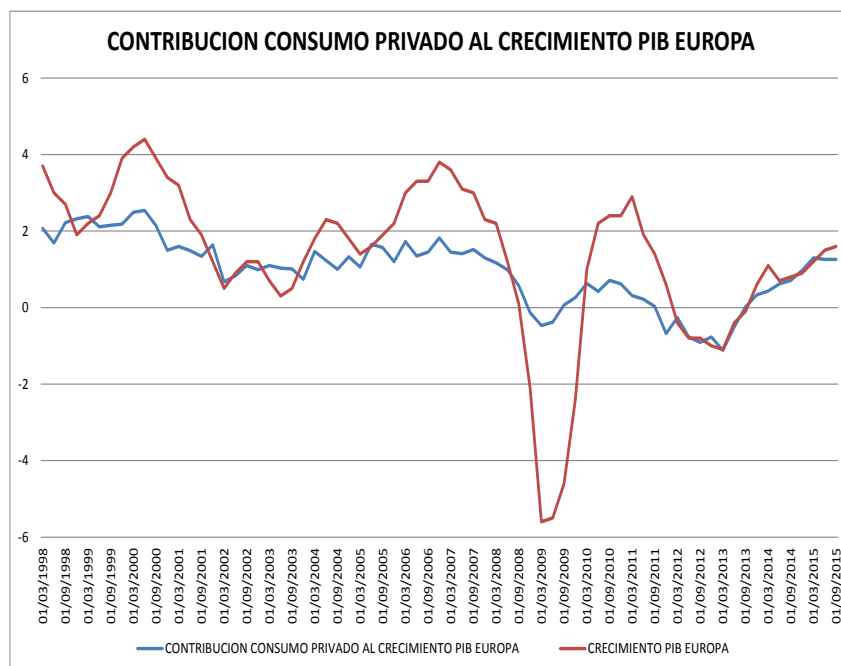
La ecuación macroeconómica de beneficios de Kalecki también marca que estamos en el inicio de un final de ciclo de beneficios y solo una mayor expansión del gasto público podría hacer tener un efecto expansivo.



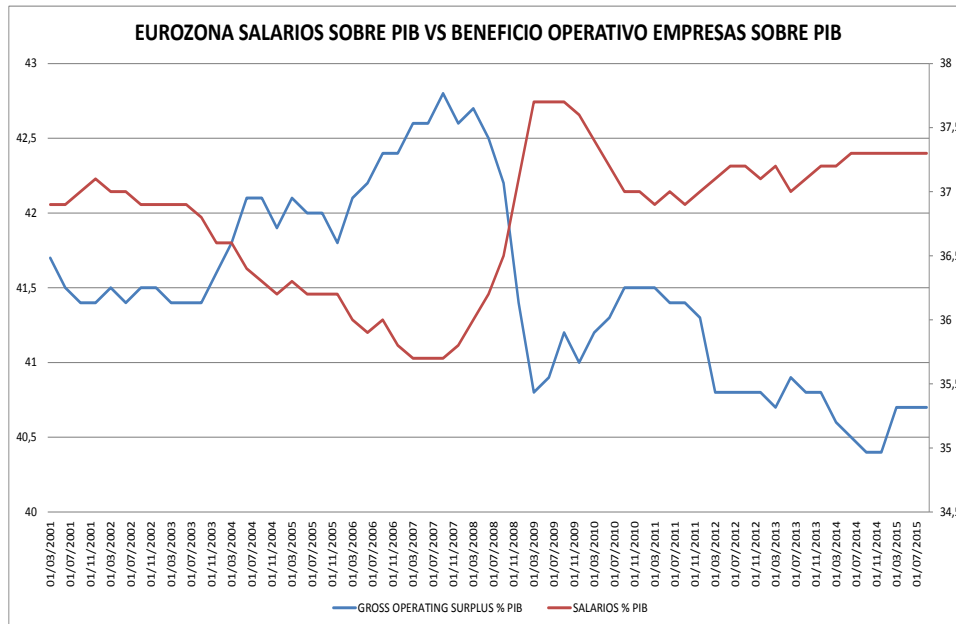
La asignación eficiente de los recursos entre capital y trabajo es la base para el desarrollo de la economía de forma ordenada sin la irrupción de partidos políticos radicales. Es hora de que el factor trabajo tenga una mejor situación que en los últimos años en comparación con los beneficios empresariales, que han sido los grandes ganadores de la globalización y de las políticas monetarias no convencionales de los bancos centrales.



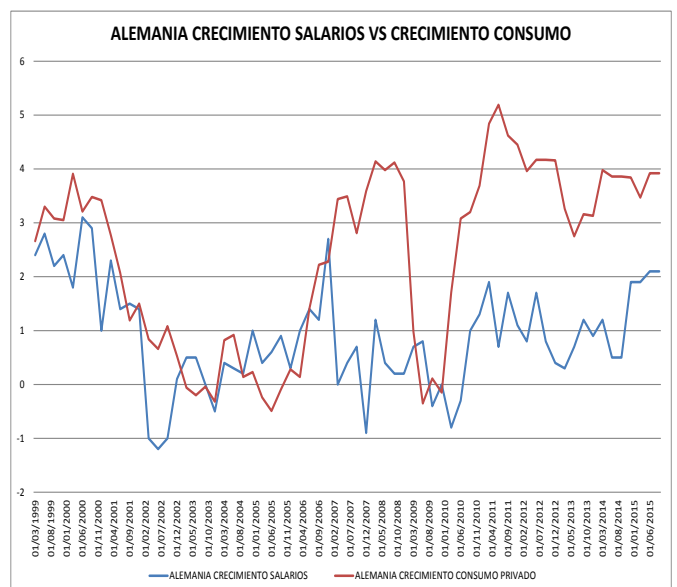
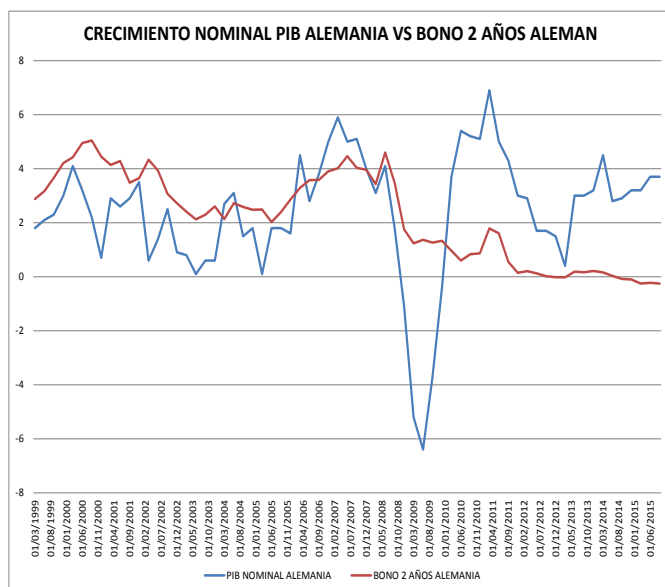
Y en Europa va todo bien, pero el empeoramiento de las bases comparativas por la subida de la inflación, si sucede la estabilización de los precios del petróleo, hace que sea difícil mantener el ritmo tan elevado de consumo favorecido por el tipo de cambio, caída del combustible, excepcional situación de tipos de interés de Alemania y la tardanza en el proceso de reformas de Francia.



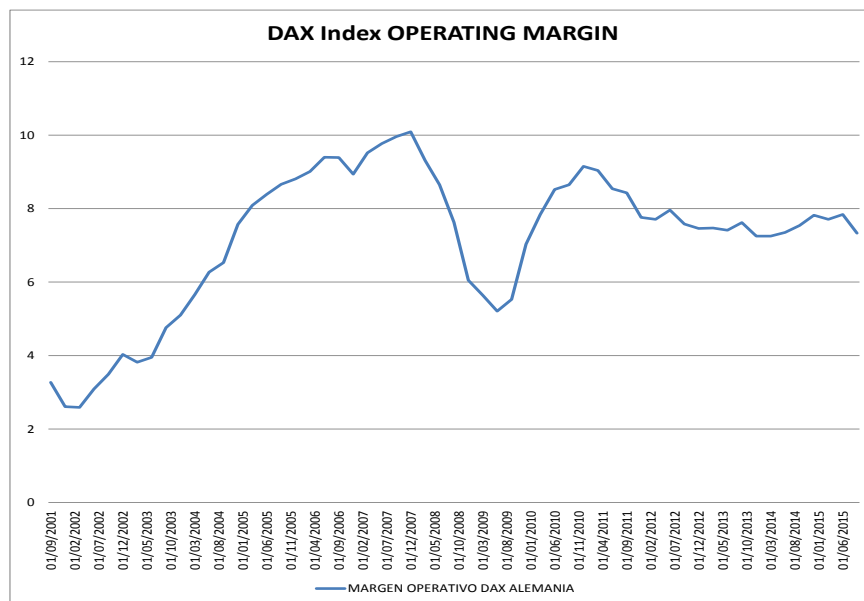
La relación entre capital y trabajo está en la Eurozona más compensada hacia el trabajo, que no ha perdido tanta cuota frente al PIB, gracias a franceses e italianos, con lo que los márgenes empresariales no han tenido el mismo recorrido que en Estados Unidos. El sector financiero y menos tecnología son razones que también favorecen estos peores márgenes, con lo que es cierto que si Francia e Italia hacen reformas, puede producirse una mejora de márgenes en Europa buena para la economía financiera pero negativa para la evolución del consumo privado.



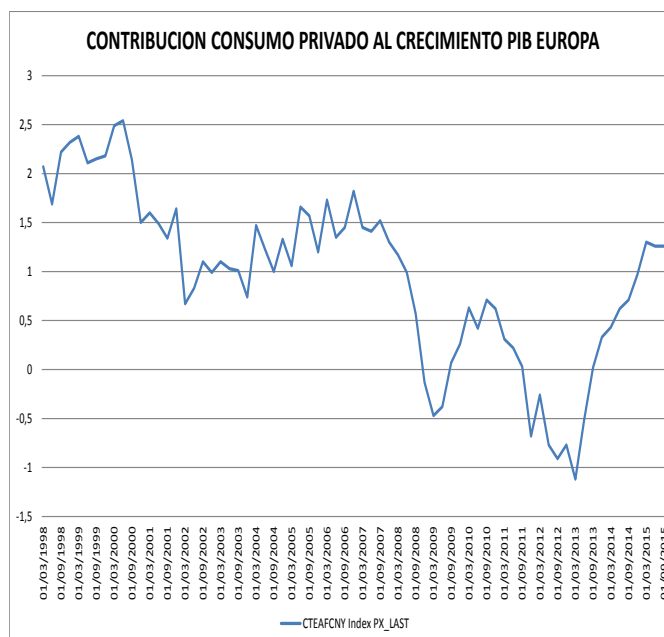
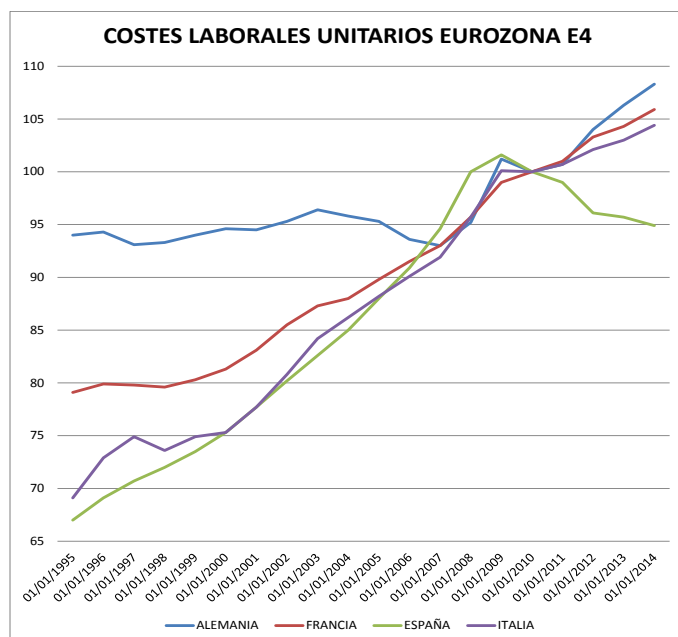
La situación de Alemania es inmejorable a priori, pero roza lo irracional y puede provocar burbuja de activos por la no existencia de tipos de interés adecuados a su crecimiento nominal. Este largo periodo de tipos bajos provocado por las políticas de los bancos centrales, junto con un PIB en expansión por la bonanza de emergentes, ha provocado que la acumulación de ahorro sea muy alta y que el consumo vuelva a brillar; a lo que se suma un crecimiento de salarios elevado. Pero si el petróleo se estabiliza en 40 dólares, el IPC subirá y el crecimiento nominal volverá hacia la zona del 5%. Por lo tanto, si Draghi sigue con sus políticas 'bucles agresivos' de expandir QE, la situación de inflación en Alemania puede llegar a un punto que haga insostenible los tipos negativos en los cinco primeros años de la curva alemana.



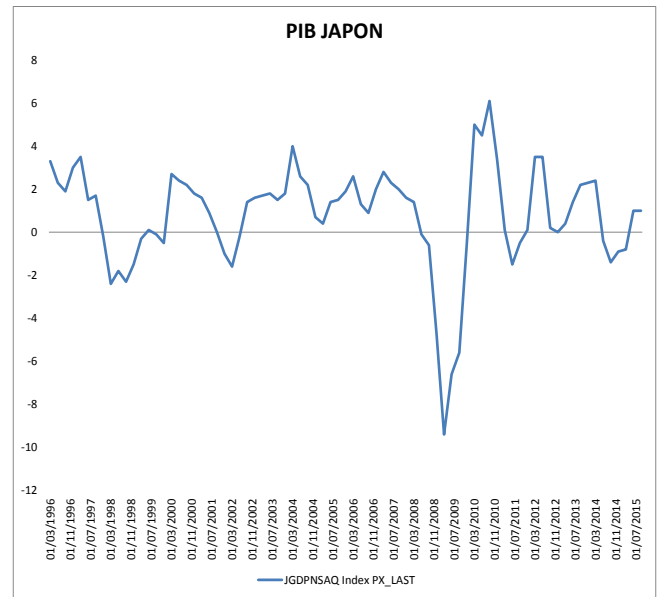
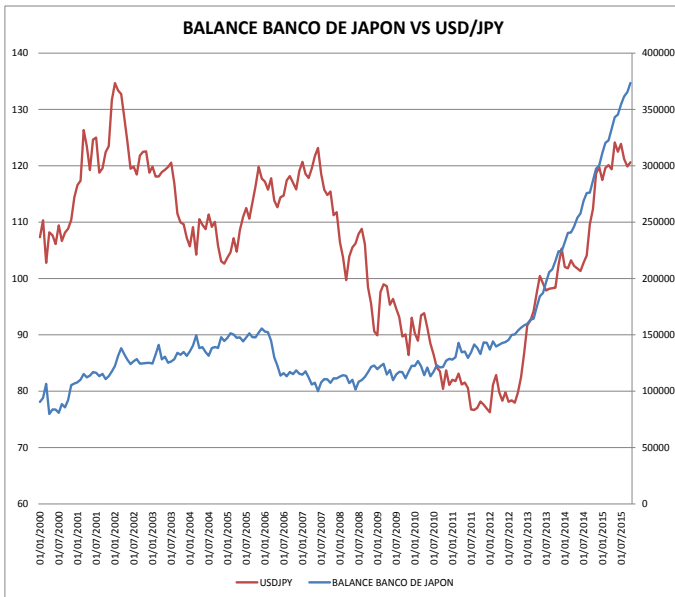
Con este escenario de economía real es lógico que los márgenes en Alemania se estén desacelerando y, por tanto, habrá que ver si con la desaceleración de China, que meterá más presión al sector empresarial, puede ser que lo mejor en términos de consumo lo estemos viviendo ya, si las compañías empiezan a preocuparse por sus márgenes e inician ajustes de personal.



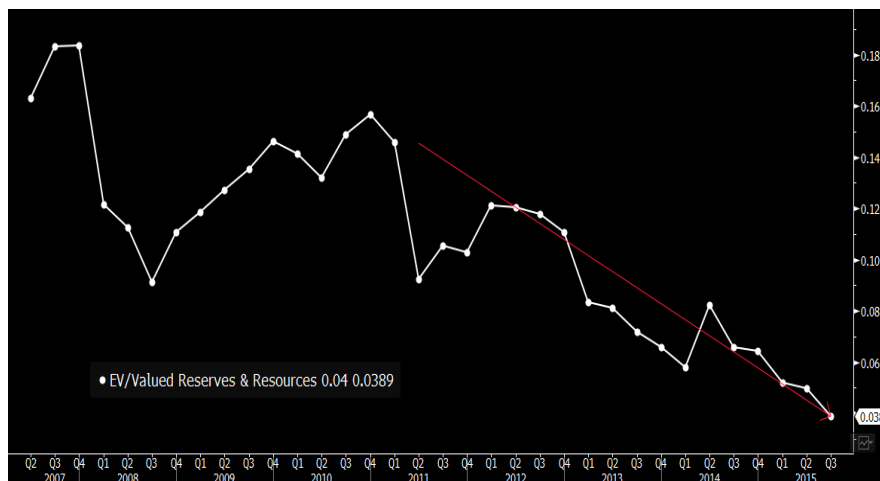
Viendo la evolución de los costes laborales unitarios en la Eurozona y la excepcional evolución del consumo privado, no dejo de preguntarme qué pasará cuando Francia e Italia hagan el ajuste que necesitan, me preocupa el ‘calentón’ que lleva Alemania y me da miedo que no nos percatemos de que el efecto petróleo y tipo de cambio puede estar cerca de su fin. Es cierto que si el petróleo sigue bajando hacia los 30 dólares, para Europa será fantástico y seguro que estamos en la paridad, pero no creo que aguantásemos la recesión de Estados Unidos y Emergentes.



Enhorabuena al Banco de Japón, que, habiendo expandido el balance de forma desorbitada y depreciado su divisa un 40% desde finales de 2011, ha conseguido un crecimiento de PIB exiguo y un IPC ex comida fresca del -0,1%. Abenomix entra en recesión y las flechas han perdido altura.

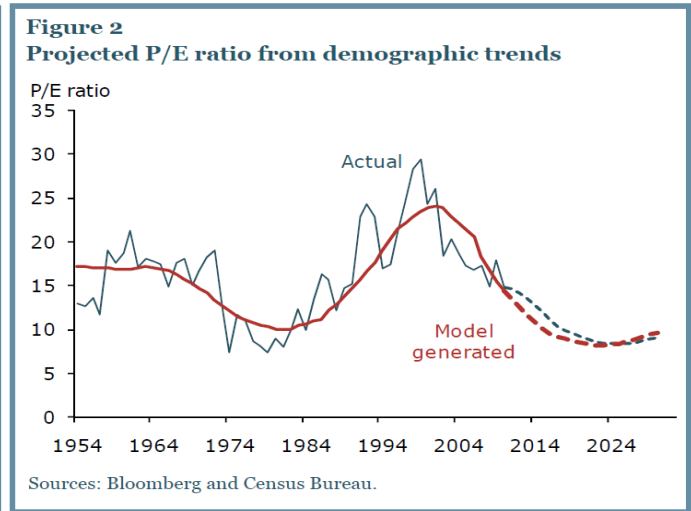
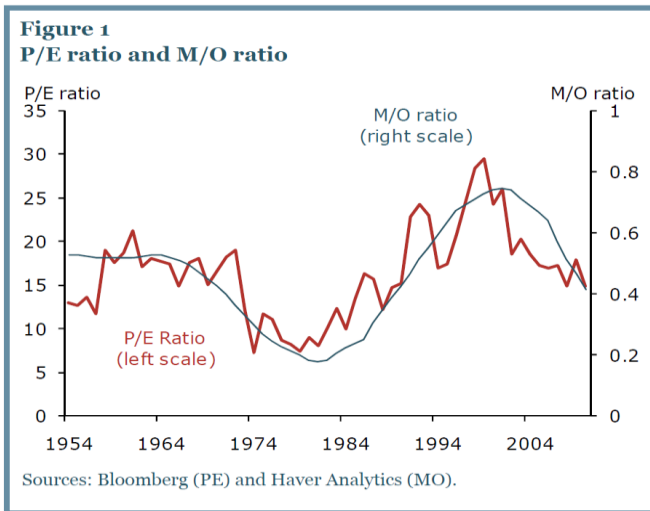


La verdad es que cada vez que veo cómo los bancos centrales embarcados en programas QE han destrozado su divisa sin haber conseguido una recuperación económica fiable, me da más la sensación de que el oro puede ser un buen activo a tener los próximos años. Las mineras de oro cotizan a mínimos de los últimos 10 años, habiendo hecho un esfuerzo muy importante en reducción de costes. En términos de valor empresa dividido por reservas están en mínimos, con margen de seguridad para comprar. Si la euforia de la renta variable manda el oro por debajo de 1.000 dólares creo que sería una buena oportunidad de compra. Hacía tiempo que no veía un ajuste tan rápido de los costes de las mineras de oro con lo que el *free cash-flow*, si estabiliza el precio, puede ser muy atractivo.



En todas las conferencias siempre digo lo mismo, nos enfrentamos en los próximos 15 años a un problema que se llama envejecimiento poblacional con unos niveles de deuda que no son sostenibles. No existe, o ya hemos consumido, la mayor parte de las políticas económicas que podríamos utilizar para afrontar ese problema, no hay munición. Esto hace evidente que los tipos bajos serán necesarios por un larguísimo periodo de tiempo. Por ende, el debate intelectual entre los que ven ese escenario de tipos como una oportunidad de expandir el riesgo en renta variable y pagar más PER y los que ven un escenario de recesión y deflación que justifica menos PER, será constante. Y en consecuencia, la polarización de alcistas y bajistas será cada vez más extrema, como en la política. La flexibilidad de Pangea hará que estemos con ambos y la acera en la que estemos la marcará el margen de seguridad.

Me parece interesante conectar el M/O Ratio (población de 40-49 años dividido entre población de 60-69) con el PER y si el envejecimiento es el problema, las conclusiones sobre la expansión o no del PER parecen claras. Por el momento, quitando a algún viejo rockero, a los mayores no les gusta el riesgo. Muy interesante el artículo de Zheng Liu y Mark Spiegel sobre los nuevos jubilados americanos y el PER, sus conclusiones aparecen abajo.



Agradezco su paciencia por haber compartido junto a mí parte de mis preocupaciones macroeconómicas y les prometo que no les contaré, por el momento, las microeconómicas relacionadas con mis compañías. La verdad es que, como dijo el médico, me ha sentado fenomenal poner sobre el papel las cosas que llevo en la cabeza. Así que si no les saludo en la calle, estación, restaurante o aeropuerto no piensen que los jesuitas me educaron mal, probablemente es que mi cerebro esté más centrado en estas cosas que les he contado.

Un saludo,

Alberto Espelosín

P.D.: Mi psiquiatra no es médico, es simplemente un buen amigo al que le gusta la economía como a mí.