

Estrategia de Value Tree en estos momentos de incertidumbre

Hace apenas unos meses, el jueves 11 de febrero de este año, enviábamos una carta para tranquilizar a nuestros clientes, familiares y amigos en lo que parecía el principio de un nuevo fin de los mercados. Los índices marcaban mínimos del año y la caída parecía no tener fin.

Y el lunes siguiente, apenas tres días después, fuimos testigos del comienzo de uno de los rebotes más fuertes de los últimos meses, que impulsaría al Eurostoxx un 17% arriba en pocas semanas. Dejando atrás a un gran número de inversores que, presas del pánico, se vieron obligados a vender.

Es curioso ver cómo el pánico de los inversores, suele mostrar el final de las correcciones, así como la euforia de los mismos, su comienzo. Y no es para menos, ya que, entonces como ahora, los titulares de la prensa añadían fuego ¿intencionado? a un mercado atemorizado ("Martes 9 de febrero de 2016"):

- **El País:** "El desplome de la Bolsa agrava la crisis por la falta de Gobierno"
- **El Mundo:** "El Ibex se desploma ante el temor de otra crisis mundial"
- **ABC:** "Otro lunes negro hunde la bolsa española a niveles de 2013 (...)"
- **La Razón:** "El lunes negro en las bolsas aumenta la inestabilidad"
- **La Vanguardia:** "Lunes negro en las bolsas por el temor a la recesión"

Entonces, fue el petróleo, del que ya nadie habla, la crisis institucional española y Europa. El año pasado, fue el desplome de China. Hoy es el BREXIT (estudio sobre Brexit en Anexo) y mañana será la deuda del sector financiero en China y las elecciones en EE.UU. En fin, un caleidoscopio de causas para que cada uno elija la que más le convenga.

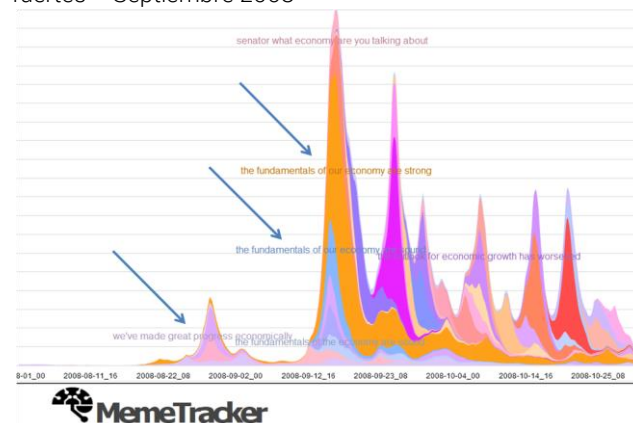
Pero no olvidemos que todos y cada uno de los mercados bajistas se han iniciado en momentos de euforia, con los índices de optimismo de los inversores en máximos, impulsados por burbujas financieras y avivados por la prensa. Hoy no es el caso. Los Bancos Centrales, con sus políticas irresponsables, se encargarán de que así sea, al

menos por el momento.

¿Alguien recuerda cuál fue una de las frases más publicada en Internet, en septiembre de 2008 justo antes de la peor crisis de los últimos tiempos? (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Los comentarios más sonados sobre le estado de la economía, pre-crisis

"Los Fundamentales de nuestra economía son fuertes" Septiembre 2008

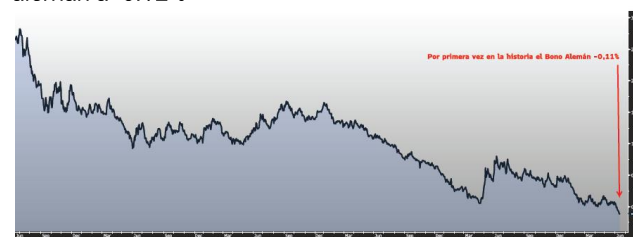


Fuente: MemeTracker

Hoy, el mundo vuelve a terminarse con el Brexit. Y, sin embargo, el elefante en la habitación, del que nadie habla, se llama deflación. En los últimos meses, el IPC, (a pesar de la recuperación del precio del petróleo) ha seguido cayendo en países como Grecia, Alemania, Francia, España, Irlanda, Italia, Singapur o Japón. Y lo más alarmante es que el 30% de toda la deuda europea tiene ya rentabilidades negativas (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. El bono alemán a 10y, en negativo

Por primera vez en la historia, la rentabilidad del bono alemán a -0.12%



Fuente: Bloomberg

Y ese es el verdadero problema, ya que las compañías no crecen, al no haber consumo.

Nuestra estrategia es clara: proteger el patrimonio y no especular a una subida o a un recorte a corto plazo.

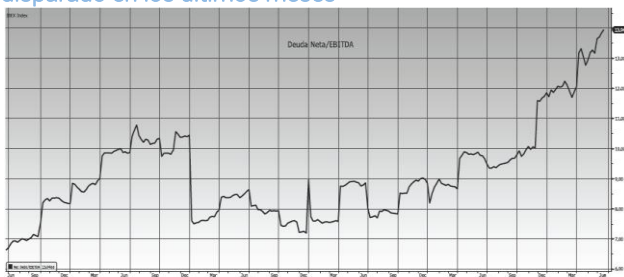
Sin embargo en Value Tree somos conscientes de ello, por lo que posicionamos nuestras inversiones pensando, hoy más que nunca, en el largo plazo, y aprovechamos esta volatilidad para aumentar posiciones a precios más atractivos.

Invertimos en compañías líderes que generan ventas de más de €17bn en todo el mundo y un flujo libre de caja de más de €2.5bn para sus accionistas.

¿Por qué invertir en tipos negativos cuando puedes hacerlo en un cartera diversificada con un Retornos sobre el Capital (ROEs) del 12.61% y Retornos para el accionista del 13.37%?

Y es que la mayoría de las compañías han apalancado sus balances a estos tipos tan bajos, ignorando el grave peligro que representa un posible periodo deflacionario en Europa (ver gráfico 3).

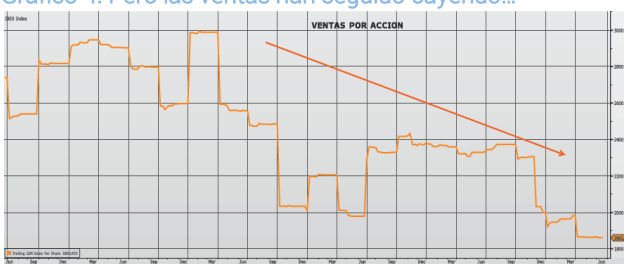
Gráfico 3. La Deuda Neta / EBITDA de las compañías se ha disparado en los últimos meses



Fuente: Bloomberg

En un momento donde las ventas han ido cayendo (ver gráfico 4). ¿Cómo pueden generar beneficios futuros si las ventas caen y la deuda crece?

Gráfico 4. Pero las ventas han seguido cayendo...



Fuente: Bloomberg

El Ibx 35 mantiene un ratio de Deuda Neta/EBITDA de 13x veces (Fuente: Bloomberg). Nuestra cartera tan solo de 0.53x y las ventas de las compañías siguen creciendo.

Invertimos en Bonos de alta calidad con rentabilidades en el entorno del 2% y una duración media de 4 años. Mientras que no haya inflación estas rentabilidades ofrecerán valor para nuestros inversores, en un entorno de tipos bajos o negativos.

Además, utilizamos instrumentos de cobertura para paliar la volatilidad que viene: en renta fija, cubrimos parte del riesgo de las carteras, vendiendo futuros sobre el Bono alemán. En renta variable, hemos bajado la exposición de las carteras y cubierto el 50% restante. De esta manera, mantenemos la menor exposición en renta variable desde 2008. Y en contra de lo que pudiera parecer no somos pesimistas.

Somos activos en la protección del patrimonio de nuestros clientes y lo demostramos con actuaciones concretas y claras. Nos adaptaremos a la realidad del mercado según vaya evolucionando, no asumiendo más riesgo del estrictamente necesario.

No pretendemos adivinar el futuro sino alinear nuestras inversiones con el nivel de riesgo existente en cada momento.

Tenemos un nivel de protección y liquidez suficiente para hacer frente a una caída mayor y prolongada del mercado, que aprovecharemos, sin duda, para beneficiarnos de mejores precios y aumentar, así, el valor para nuestros clientes, maximizando el retorno en el largo plazo.

“Es más el dinero que han dejado de ganar los inversores esperando las correcciones del mercado, que el que se ha perdido en las mismas correcciones”
Peter Lynch

El equipo de gestión y análisis de Value Tree A.V.

ANEXO

Ser (Breimain) o no ser (Brexit), esa es la cuestión

1. Las consecuencias de un Brexit

El próximo jueves 23 de junio se va a celebrar el referéndum por la permanencia o por la salida del Reino Unido (R.U.) de la Unión Europea (U.E.). El resultado de este referéndum es crucial, para las dos partes y tiene especial importancia para los mercados de renta variable y fija.

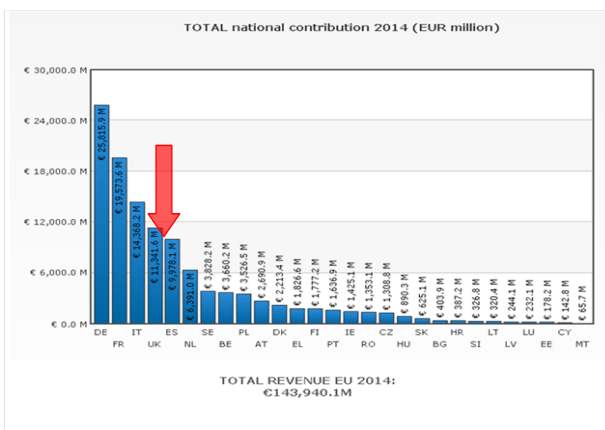
Brexit es una contracción anglosajona que une las palabras *Britain* (R.U.) y *exit* (salida). Breimain, es otra contracción que une las palabras *Britain* y *remain* (permanecer).

Como hemos indicado arriba, el resultado de este referéndum es importante ya que si sale el NO (Brexit) cambiará, de forma sustancial, las relaciones existentes entre la U.E. y R.U. y tendrá consecuencias económicas negativas para ambas partes.

Bien, intentemos poner en contexto qué podría suponer una salida del R.U.

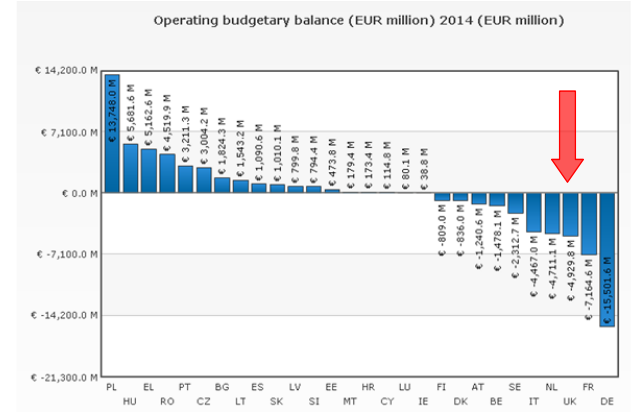
Como vemos en los gráficos 5 y 6, el R.U. aportó el 8% del presupuesto total de la U.E. (unos €8,3bn), siendo el tercer país con mayor aportación neta (gráfico 6).

Gráfico 5. Alemania, Francia, Italia, R.U. y España, los que más contribuyen al presupuesto de la U.E.



Fuente: BCE

Gráfico 6. Aunque Alemania, Francia y R.U. son los que presentan un balance más negativo.



Fuente: BCE

Por ello, la primera consecuencia de un Brexit es una reducción de presupuesto de la U.E.

Además un Brexit provocaría que la libra se depreciara significativamente haciendo que las exportaciones de la U.E. hacia el R.U. cayeran. Si esto ocurriera, Alemania, Holanda, Francia o Bélgica, serían las más afectadas por volumen de exportaciones (ver Gráfico 7).

Gráfico 7. Los mayores exportadores al R.U. son Alemania, Holanda, Francia y Bélgica



Fuente: Atlas Media

De todas formas, los países más negativamente afectados, por el volumen de exportaciones sobre PIB, serían Holanda y Bélgica (ver Gráfico 8).



Gráfico 8. Holanda y Bélgica, los más afectados, si las exportaciones al R.U. desaparecieran.

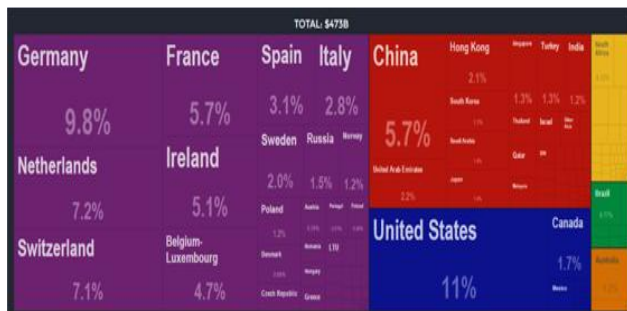
País	Importaciones al R.U., origen y participación sobre total importaciones	Volumen de importaciones €bn	PIB €bn	s/PIB
Alemania	15,0%	86,6	3.026	2,9%
Holanda	7,60%	43,9	679	6,5%
Francia	6,30%	36,4	2.181	1,7%
Bélgica	5,30%	30,6	409	7,5%
Italia	4,20%	24,3	1.636	1,5%
España	3,30%	19,1	1.081	1,8%
Total principales afectados		240,8	9012,5	2,7%

Fuente: Datosmacro, ECB y Value Tree

De esta manera, la segunda consecuencia, serían los potenciales problemas para ciertos países de la U.E. demasiado dependientes de esas exportaciones.

A pesar de que la libra se depreciaría, el R.U. no exportaría más a los países de la U.E. porque se le aplicarían impuestos y desaparecería ese trato preferencial con el resto de la U.E. (ver gráfico 9).

Gráfico 9. R.U. exporta, principalmente, a Alemania, Holanda, Suiza, Francia e Irlanda. Fuera de la U.E. a China y EE.UU.



Fuente: Atlas Media

Con ello, y cogiendo sólo los principales países europeos receptores de las exportaciones británicas, vemos cómo el impacto sobre su PIB sería importante (5,7%, ver Gráfico 10).

Gráfico 10. El impacto del Brexit en R.U. sería muy negativo (caso extremo)

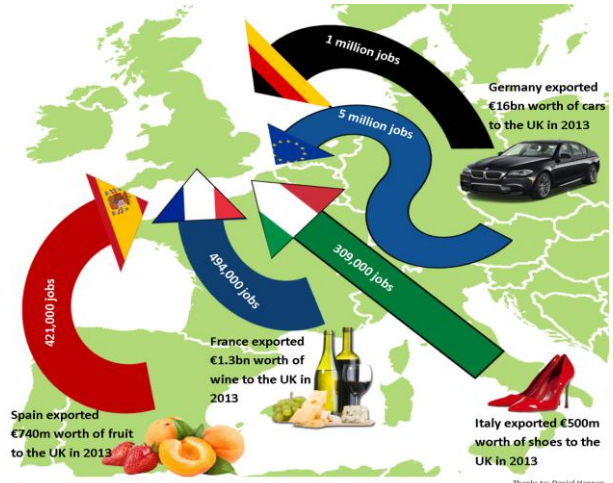
País	Exportaciones desde el R.U., a países de la U.E.	Volumen de importaciones €bn	PIB R.U. €bn	s/PIB
Alemania	9,8%	40,3	2.569	1,6%
Holanda	7,20%	29,6	2.569	1,2%
Francia	5,70%	23,4	2.569	0,9%
Irlanda	5,10%	21,0	2.569	0,8%
Bélgica	4,70%	19,3	2.569	0,8%
España	3,10%	12,8	2.569	0,5%
Total principales afectados		146,4	-	5,7%

Fuente: Datosmacro, ECB y Value Tree

Por tanto, una tercera consecuencia, es el potencial impacto negativo que tendría en la economía del R.U., aún más elevado que en el caso del resto de la U.E.

Yendo más al universo micro, y como vemos en los Gráficos 11 y 12, los sectores más afectados serían el automóvil en Alemania, moda en Italia o agrícola en Francia y España.

Gráfico 11. Empresas de alimentación, industriales y de moda, serían las más afectadas



Fuente: BBC

Gráfico 12. Coches, PC's, petróleo, medicamentos, entre los productos más demandados en R.U.



Fuente: Atlas media

Por tanto, debemos tener cuidado con compañías como Volkswagen, Daimler o, incluso, Renault o PSA Citroën (Alemania, Francia, España...), productos refinados derivados del petróleo (Francia, Holanda...), medicinas (Suiza)....

Está claro que compañías como Banco Santander, Banco Sabadell, Iberdrola, Vidrala o IAG, con fuerte presencia en el R.U. también se verían negativamente afectadas.

2. ¿Qué descuenta el mercado?

Contestar a esa pregunta es siempre un ejercicio de subjetividad arriesgado. Decimos esto porque, para contestar, debemos fijarnos en la cotización de la libra, en la evolución del índice británico (de renta fija y renta variable) y en las siempre poco orientativas encuestas.

En primer lugar, y en cuanto a la libra, ésta ha pasado de máximos en octubre 2015 a cotizar mínimos en junio 2016 (ver gráfico 13), mostrando una fuerte depreciación.

Gráfico 13. La libra descuenta incertidumbre (1£/€)

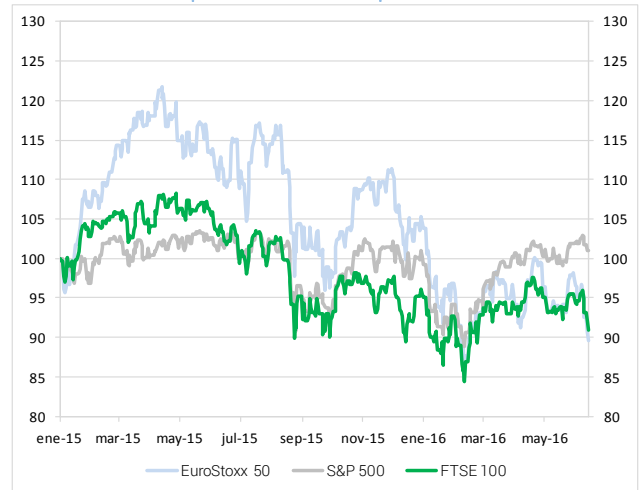


Fuente: PoundSterlinglive

En cuanto a los índices, tanto el EuroStoxx como el FTSE han ido a la par. Pero el S&P500 ha servido de

refugio a los inversores (ver gráfico 14).

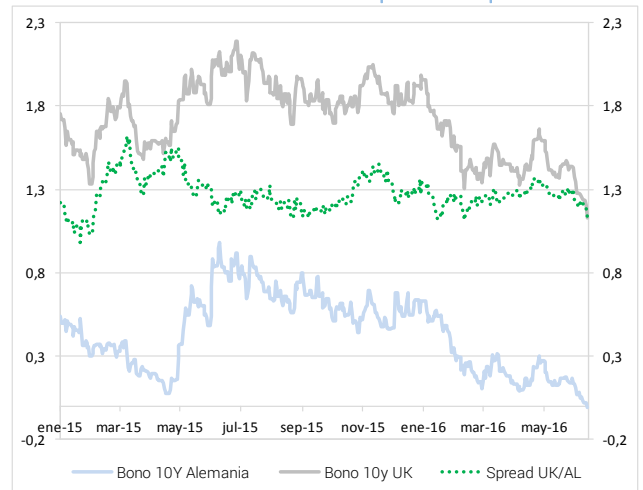
Gráfico 14. El EuroStoxx y el FTSE han ido paralelos. El S&P ha tenido un comportamiento más positivo



Fuente: Bloomberg

Además, el spread entre el bono alemán y el inglés no ha variado significativamente (ver Gráfico 15).

Gráfico 15. La Rf no se ha decidido por R.U. o por U.E.

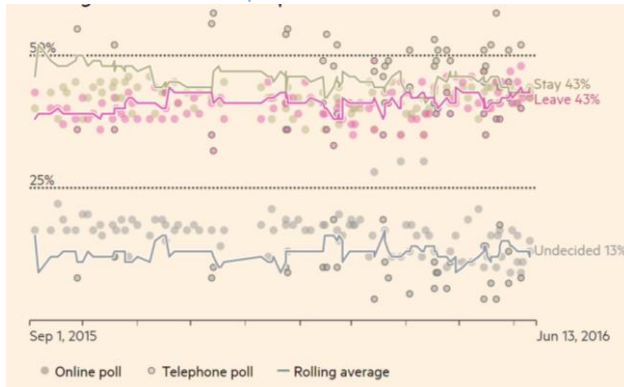


Fuente: Bloomberg

Es decir, el mercado (Divisa, Rv y Rf), descuentan, hasta cierto grado un Brexit.

Por último, en el caso de las encuestas y como vemos en el Gráfico 16, los partidarios del Brexit han empatado con los detractores en la última semana, pareciendo que se invierte una tendencia a una semana de la consulta.

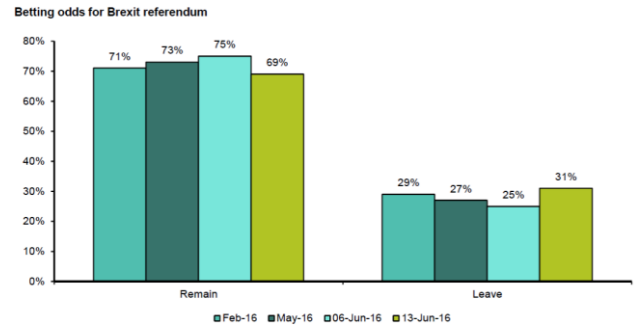
Gráfico 16. El Brexit empata con el Bremain



Fuente: FT

Mientras, las casas de apuestas, dan una probabilidad al Brexit de tan sólo un 31% (ver gráfico 17).

Gráfico 17. Las casas de apuestas da una probabilidad de Brexit del 31%



Fuente: Bernstein

Así pues, el mercado dice que hay probabilidades de un Brexit, las encuestas del prestigioso periódico FT dicen que hay empate y las casas de apuestas dan una probabilidad baja al Brexit. Todo esto, metido en una coctelera, se sirve como volatilidad.

El equipo de gestión y análisis de Value Tree A.V.