abante Pangea Insights

Por **Alberto Espelosín**

23 de julio de 2013 www.abanteasesores.com Número III

Ocho reflexiones y sus ocho tareas para los veraneantes

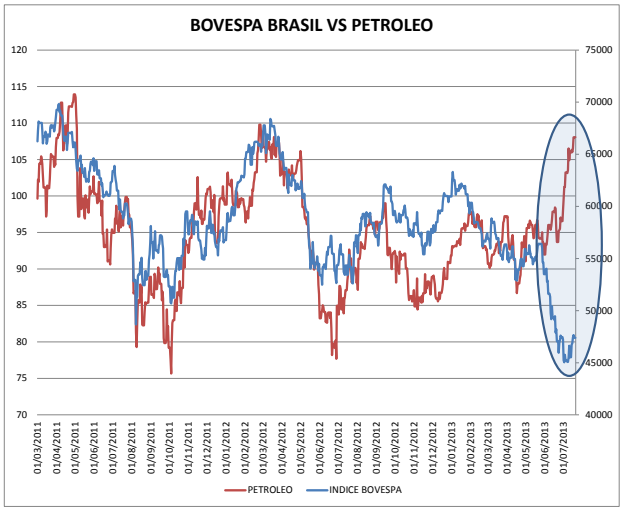
¿Y por qué no diez?, pues porque el 8 es el número de la buena suerte en China y eso es lo que necesito tener para poder adentrarme en un período de mayor volatilidad a medida que vayamos sabiendo más de la retirada o no de los estímulos de la FED y tengamos las elecciones de Alemania el 22 de Septiembre.

Mi idea general es que nos acercamos a un momento de mayor volatilidad marcado por acontecimientos muy relevantes en los próximos meses:

- Fin del ciclo expansivo de beneficios por una mayor tasa de ahorro y menor endeudamiento global.
- Callejón sin salida en el QE que llevará a un dólar más fuerte y mucha volatilidad en emergentes.
- Una desaceleración mayor de la esperada de la economía china.
- Salida de flujos de emergentes con pérdidas de reservas para aguantar las divisas y que desemboca en subidas de tipos generalizadas.
- Imposibilidad para manejar un posible pinchazo de la burbuja de bonos generada por la FED.

Hasta que no se produzca una corrección del S&P500 por debajo de la zona de 1.480 puntos, Pangea se mantendrá alejado de los mercados intentando evitar rentabilidades negativas en la segunda parte del año siempre que la selección de valores y la cobertura que se haga sea la correcta. Las reflexiones que a continuación comparto son un esbozo y se engloban dentro de mis principales preocupaciones que pueden no ser relevantes para el resto del mercado.

1.- Río de Janeiro ya no es lo que era

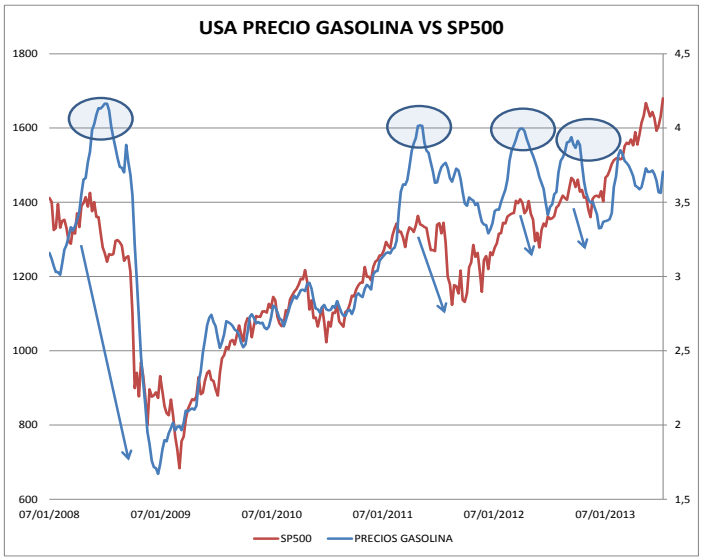


La pérdida de correlación entre Brasil (Bovespa) y el petróleo es máxima, poniéndose de manifiesto o un excesivo miedo a la situación de Oriente Medio o una infravaloración del Bovespa. Para mí la explicación reside en que ahora pondera mucho más el miedo a la caída del Real y la subida de tipos del Banco de Brasil, poniéndose de manifiesto en el gráfico adjunto el efecto Bernanke tras su primer discurso sobre la eliminación progresiva del QE, que ha dejado de ser la gasolina con la que se alimentaban las materias primas para ser un problema de los países emergentes por las salidas de flujos y posibles subidas de tipos para evitar la fuga de capitales. La inflación cabalga hacia el 6,7% desde el 5% de Junio de 2012 y el Real acumula una depreciación del 12%, entrando en una espiral muy peligrosa de subidas de tipos de interés que afectará a la totalidad de países emergentes.

TAREA: Ponga un gráfico semanal del Bovespa desde el 2002 y vea la importancia del nivel de los 47.000 puntos y las implicaciones bajistas que hasta la zona de los 30.000 puntos podría tener. Calcular, a su vez, lo alejado del valor actual del índice respecto a su media de 200 sesiones que se encuentra en los 61.760 puntos. Analizar la múltiple formación de techos en los 72.000 puntos y calcular el 61,8% de Fibonacci. Sabiendo que el beneficio por acción del Bovespa es de 6.170 para 2015, intentar reflexionar sobre si los 47.000 puntos son una zona de soporte y si la pérdida de correlación del Bovespa y petróleo se corregirá.

La información contenida en esta Nota Informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La presente Nota Informativa ha sido elaborada a fecha 14/5/2013 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede mandar un mail a pdp@abanteasesores.com

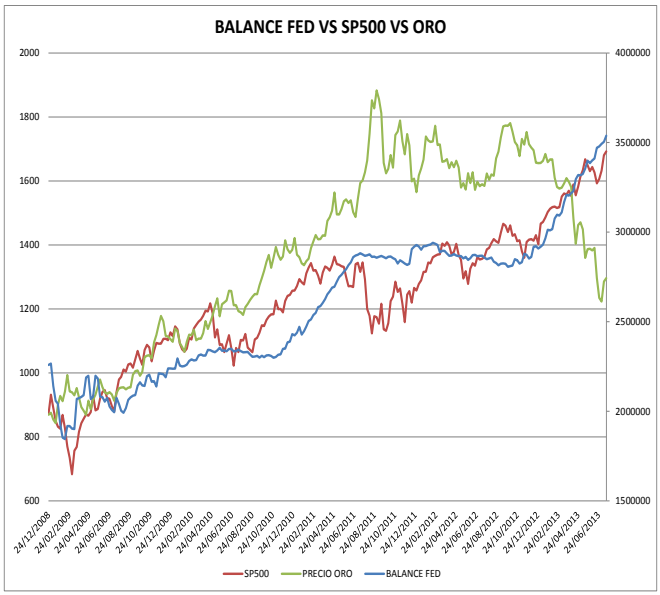
2.- El depósito de gasolina y la posible corrección del S&P500 si llegamos a 4$/gallon



La verdad es que ya no sé qué gráfico o argumento inventar para justificar una corrección del SP500, que no una consolidación, así que aunque la gasolina todavía está en 3,70$/gallon, hay que ser prudentes ya que durante los últimos años cada vez que hemos llegado a los 4$/gallon hemos sufrido correcciones relevantes por el efecto que, en parte, tiene sobre la confianza del consumidor, la inflación y las cifras de ventas minoristas.

TAREA: Hacer un gráfico que incluya la confianza de los consumidores y el precio de la gasolina y observar cómo el nivel actual de confianza (81,40) marca niveles de gasolina cercanos a los 4$/gallon, observando también el efecto negativo en el indicador de confianza cuando cae el precio de la gasolina. Buscar en Federal Highway Administration los volúmenes de tráfico y ver cómo la tendencia de tráfico es "cero" lo que no correlaciona muy bien con las expectativas de expansión para la economía americana en la segunda parte del año.

3.- El día que Bernanke deje tranquilo a San Lorenzo y deje de avivar la brasa de la hoguera

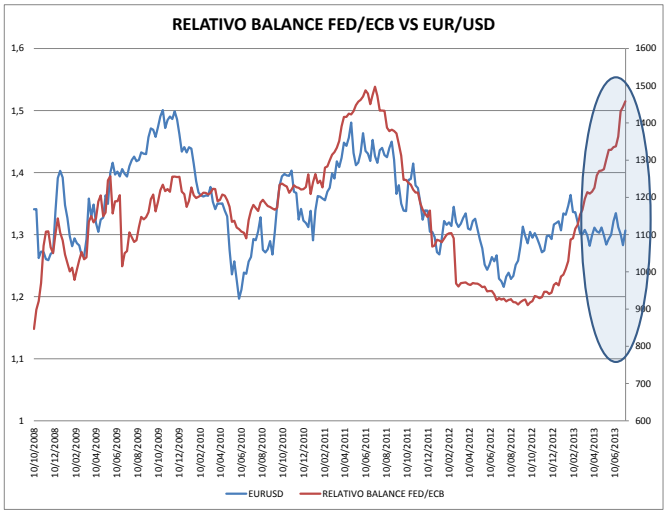


No es difícil entender que la existencia del QE ha tenido un impacto muy importante en el mercado de acciones y, a pesar de que es cierto que los beneficios han sido los principales responsables de la subida al estar en máximos históricos, hay que entender que sin estímulos monetarios ni los beneficios ni las bolsas habrían subido en la medida que lo han hecho. Si la FED sigue con su programa de compra de activos y seguimos con la misma correlación, podemos ver un S&P500 en los 1.971 puntos lo que daría indicios de sobrevaloración. Lo sorprendente ha sido la fuerte caída y pérdida de correlación del oro lo que llama la atención en un posible escenario de menores crecimientos en emergentes y con todos los bancos centrales lanzando un mensaje excesivamente expansivo. Un dólar fuerte no es un escenario positivo para las materias primas ni para el oro pero aun así, creo que los excesos de balance de los bancos centrales tendrán un efecto positivo en el metal precioso ya que siempre habrá inversores dispuestos a cubrirse a través del oro de la pérdida de valor de las divisas. Creo que estamos ante una buena oportunidad de compra en el oro ya que quizás el mercado ha sido excesivamente optimista en cuanto al efecto de la expansión del balance asumiendo que generaría crecimiento económico y cuya retirada no tendría efectos adversos.

La información contenida en esta Nota Informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La presente Nota Informativa ha sido elaborada a fecha 14/5/2013 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede mandar un mail a pdp@abanteasesores.com

TAREA: Ha habido mucha literatura para explicar el comportamiento del precio del oro y todo puede ser cierto aunque me gustaría recomendarles lo que en mi humilde opinión es lo mejor que he leído. El artículo está en: http://www.mauldineconomics.com/ttmygh y se titula "*What If?*". Para aquellos que les guste mirar un poco más allá les recomiendo que vean las cifras del Gold Forward Offered Rate (GOFO) a tres meses y verán que está en negativo por primera vez desde el año 99. Por cierto, si van a Berlín, vayan a la Embajada de Rusia en *Unter den Linden* y verán lo que es el oro.

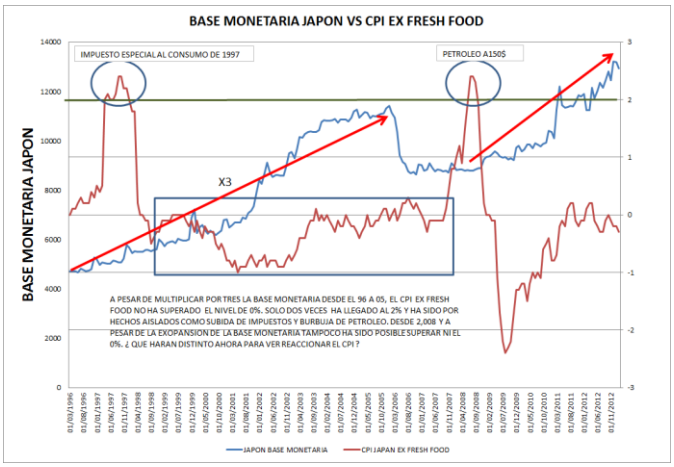
4.- Del lenguaje verbal de Draghi a poner los euros encima de la mesa y el 1,50 EUR/USD



Cuando la línea roja sube, el balance de la FED se expande en mayor proporción que el del Banco Central Europeo y viceversa. Como pueden ver, dado que el BCE está contrayendo su balance gracias a la devolución de los LTRO, el balance de la FED no hace más que ampliarse en términos relativos. En el fondo, un dólar a 1,50 estaría justificado aunque eso supondría la recesión de las recesiones para Europa aunque no podría darse por la menor flexibilidad y confianza de los inversores en nuestra divisa. A la vuelta de verano, el BCE se enfrenta a un dilema: dejar de hacer lenguaje verbal y expandir el balance ya que la Eurozona, les recuerdo, sigue sin crecer y las exportaciones alemanas apenas lo hacen. Europa, con una FED sin cortar el QE y un Draghi sin expandir balance, está en permanente recesión sí o sí. Alemania, por su parte, se enfrenta a un periodo de menores crecimientos, igual que Francia, mientras mantiene su apoyo a las medidas de austeridad en los países periféricos los que, junto a lo comentado anteriormente, permite anticipar un euro débil durante la segunda parte del año.

TAREA: Les recomiendo que repasen las cifras de exportaciones de Alemania y que lo conecten con la depreciación del Yen para ver el impacto competitivo, amén de ver la fuerte caída del crecimiento en emergentes y su impacto en las importaciones de estos países desde Alemania. Vean también la cifra de costes laborales unitarios en Alemania, que registra un crecimiento del 4,4%, para entender la pérdida competitividad frente a los países periféricos. Alemania debe permitir esta pérdida para volver a ver una flexibilización en el balance de la FED. Para los que les guste el tema de las ampliaciones de balances de los bancos centrales les recomiendo de lectura veraniega el documento "*The Lender of Last Resort: a critical analysis*" que podrán encontrar en los *Publications* del *Levy Institute*. Para los más aplicados les sugiero el libro de Randall Wray, "*Modern Money Theory*".

5.- ¡¡¡Por Dios Shinzo trata de arrancarla (la inflación), por Dios!!!



Espero que a los japoneses no les pase lo mismo que a Carlos Sainz y Luis Moya pero en la segunda parte del año se pondrá de manifiesto si la orgía monetaria de Japón generará inflación o no.

Ya lo intentaron en su día y multiplicaron por tres la base monetaria pero fue un fracaso por lo que nada garantiza que ahora sean capaces de conseguirlo, sobre todo teniendo ahora la presión de China que debe exportar más de lo esperado cuando inició el proceso hacia una economía de demanda. Corea tampoco lo pondrá fácil ya que el Won a 9 frente al Yen es una señal de alerta que no

La información contenida en esta Nota Informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La presente Nota Informativa ha sido elaborada a fecha 14/5/2013 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede mandar un mail a pdp@abanteasesores.com

puede permitirse. Las compañías japonesas están sentadas encima de una pila de efectivo sin precedentes pero dudamos de que lo pongan en funcionamiento hasta que no exista una reforma del mercado laboral que permita poner a las compañías en ROEs por encima del 10%. Con la fuerte depreciación del Yen, las estimaciones de beneficios se quedarán cortas y puede que el Nikkei intente atacar la zona de los 16.000/18.000 puntos lo que supondría un Yen en la zona de los 105/115, zona en la que pensamos que se puede parar esta fiesta en la que no recomendamos participar ya que puede acabar con una corrección superior al 15%.

TAREA: Analizar la relación entre Sony y Samsung durante los últimos meses para entender si los coreanos y chinos permitirán que los japoneses ganen tanta competitividad. Les recomiendo que miren la subida del bono japonés cuando en el año 2006 hubo que retirar los estímulos monetarios. Calculen, cuando puedan, a cuántos años de ingresos fiscales equivalen los 750 trillones de yenes de deuda, si les sale un solo dígito hay algo mal. Calcular dentro del volumen de importaciones qué parte es importación de combustibles para ver el efecto de la inflación mala.

6.- No me amargues con la volatilidad y relájate

Los niveles de volatilidad actuales, en la zona de 12, son extremadamente bajos y muestran la complacencia del mercado y la tranquilidad que infunde Bernanke, presidente de la Reserva Federal, con su súper-máquina de liquidez. Con la mayor parte de las bolsas desarrolladas exfinancieras en máximos, salida de dinero y subidas de tipos en emergentes, no reducción de deuda, , beneficios en máximos y dudas sobre la temporalidad del QE, no creemos que vender volatilidad sea una buena estrategia. Al contrario, vemos natural una subida a niveles de 20/25 en la segunda parte del año.



TAREA: Repasar los niveles del PUTCALL ratio y la encuesta a gestores de *American Investor Intelligence*. No está de más rescatar, para entender lo que es el riesgo, la lectura de un clásico que no pasa de moda como "*Against the Gods*" de Peter Bernstein. También consideramos de lectura obligada los capítulos del libro de Howard Marks, "*The most important thing*", que tratan la materia del "riesgo". Para la Eurozona recomiendo repasar los indicadores Sentix, especialmente el agregado para la eurozona y su correlación con el Eurostoxx 50.

7.- Deutschland ist nicht so solide wie es scheint



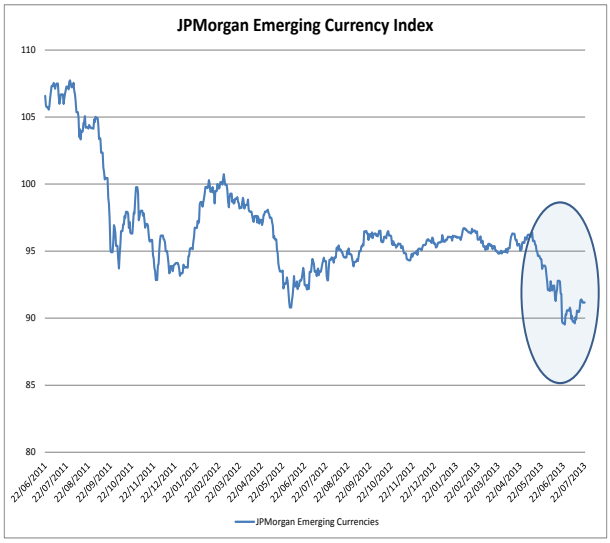
No es oro todo lo que reluce en Alemania, más ahora que su economía no crece y, como se aprecia en el gráfico adjunto, la bolsa (línea blanca) está descontando un escenario mucho más optimista de lo que muestran el IFO (línea amarilla) y el crecimiento del PIB (línea verde). Los niveles actuales de DAX equivalen a crecimientos del PIB del 4% y niveles de IFO de 115 (105.9), lo que parece realmente optimista. Después de las elecciones, Alemania se enfrenta al dilema de permitir que el BCE expanda su balance o seguir con la austeridad que a ella misma le está llevando a crecimientos negativos, aderezado con un bajo crecimiento de exportaciones por la baja demanda de los países periféricos. Ahora, con salarios

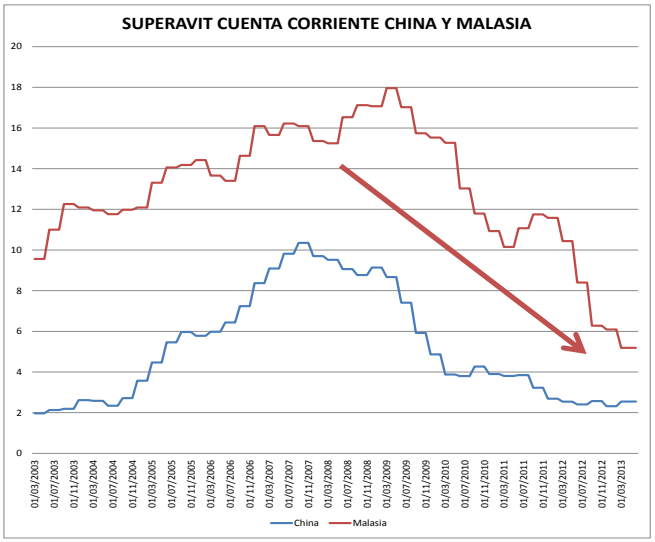
La información contenida en esta Nota Informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La presente Nota Informativa ha sido elaborada a fecha 14/5/2013 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede mandar un mail a pdp@abanteasesores.com

creciendo en el 4%, bolsa y beneficios cerca de máximos, una pérdida de competitividad salarial frente a los periféricos y un sistema financiero sin reestructurar, puede que sea el momento de vender a la espera de ver la decisión de Merkel en cuanto a la liquidez. Un corto en DAX puede ser peligroso si el BCE decide expandir su balance y mandar el EUR/USD a 1,20 lo que podría provocar un rally final del DAX hacia los 9.000 puntos. La decisión de Alemania es la clave para el comportamiento de los mercados en la segunda parte del año y la opción de un euro débil sí que interesa en estos momentos, sobre todo en una guerra de divisas mundial donde están en juego las cuotas de mercado del comercio internacional. Con respecto a los márgenes no somos muy positivos por la subida de salarios e inflación en un escenario de euro débil.

TAREA: Les recomiendo la lectura del *Working Paper* que podrán encontrar en la página web www.levyinstitute.org titulado "*Germany and the Euroland Crisis*". Un repaso al diferencial de salarios entre Alemania y los periféricos desde que empezó la crisis es una buena forma de ver que, quizás, lo mejor de Alemania ya está descontado en los precios y que la austeridad está llegando a su fin. A pesar de las caídas globales de superávit por cuenta corriente de los países exportadores, merece la pena observar, para deleite financiero, la fortaleza del superávit alemán.

8.- El bombazo de los emergentes y los ajustes no deseados por el fin del QE.

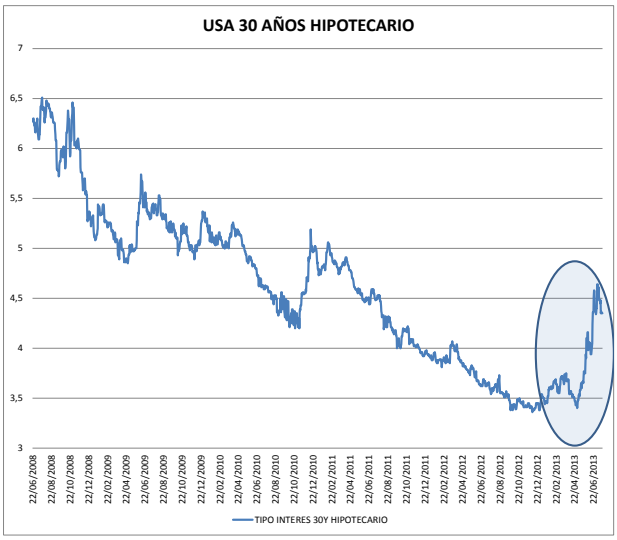


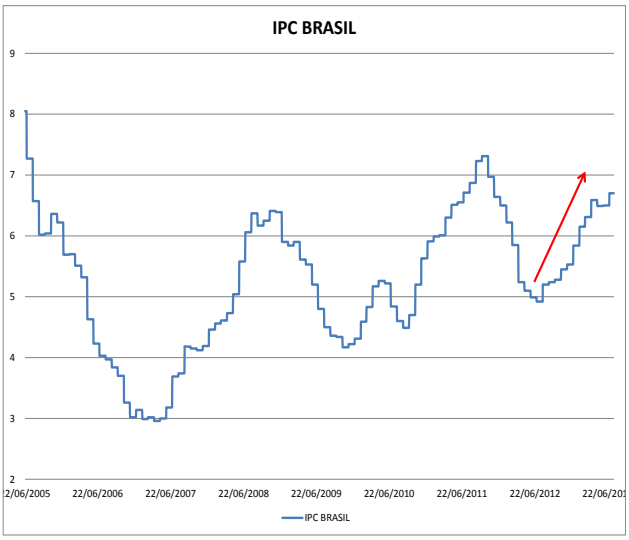


Bernanke ha estado jugando al ratón y al gato con el mercado, lanzando globos sonda sobre cuándo retirará los estímulos monetarios. Tras un enérgico mensaje sobre la posibilidad de reducirlo en Septiembre, en las últimas semanas éste ha sido mucho más relajado, conocedor del fuerte impacto han tenido sus palabras en emergentes y en tipos de interés y que pueden provocar fuertes desequilibrios empezando por su propio país con subidas de tipos que pueden afectar al mercado inmobiliario. Los países emergentes han sido receptores de gran parte de la liquidez generada por la FED y la posible reducción del programa de compras ha provocado una salida de dinero de estos países que se ha traducido en una depreciación de las divisas.

Esta depreciación ha provocado subidas de inflación y, en un entorno de menores superávit por cuenta corriente, ha puesto a algunos países en el dilema de utilizar las reservas para frenar las salidas de dinero y tener que subir tipos como en Indonesia o Brasil. Dicha posible retirada de estímulos puede provocar efectos no deseados en el crecimiento de los países emergentes y, en general, un dólar fuerte puede hacer que las subidas de tipos de interés en estos países generen problemas en el exceso de dinero que ha entrado durante los últimos años. Los emergentes con menor superávit tiene bastante menos margen de maniobra y el exceso de deuda de China puede empezar a ser un problema grave.

La información contenida en esta Nota Informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La presente Nota Informativa ha sido elaborada a fecha 14/5/2013 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede mandar un mail a pdp@abanteasesores.com





TAREA: Repasar los atractivos múltiplos a los que se han quedado cotizando los BRICs con respecto a los mercados desarrollados. Escribir 50 veces: me miraré los emergentes a la vuelta de verano por si acaso, en relativo, son una buena oportunidad de inversión frente a Estados Unidos.

Seguiría haciéndoles partícipes de mis inquietudes estivales pero les prometí ocho reflexiones y aquí me paro. El 90% de mis preocupaciones van encaminadas hacia el pico de beneficios que se podría agudizar por un dólar fuerte (55% de los beneficios del S&P500 vienen de fuera) y al posible impacto de la retirada del QE. Abante Pangea sigue con una exposición muy conservadora a la espera de una corrección de los mercados que ofrezca mejores oportunidades de compra.

Me gustaría acabar con unas declaraciones interesantes del único hombre que de verdad ha batido a la inflación.

I know that it's fashionable to talk about a "dual mandate" - that policy should be directed toward the two objectives of price stability and full employment. Fashionable or not, I find that mandate both operationally confusing and ultimately illusory.

Paul Volcker's address to the Economic Club of New York, 29 May 2013.

Sé que está de moda hablar de un "doble mandato" – esa política debería estar dirigida a los dos objetivos de estabilidad de precios y pleno empleo. Independientemente de que esté de moda o no, creo que ese mandato es operativamente confuso y en última instancia ilusorio

Mr. Volcker mide 2.01 cm, tiene 85 años y está en su sano juicio.

La información contenida en esta Nota Informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La presente Nota Informativa ha sido elaborada a fecha 14/5/2013 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede mandar un mail a pdp@abanteasesores.com