



“INVERTIR EN UN HORIZONTE DE CRECIMIENTO”

21 de noviembre de 2017 / MADRID

INAUGURACIÓN



De izqda. dcha: Juan Aznar, presidente y consejero delegado de Mutuactivos, y José García Abad, editor y director de EL NUEVO LUNES.

FOTOS: FERNANDO MORENO

Juan Aznar, presidente y consejero delegado de Mutuactivos

“El elemento verdaderamente disruptivo es el de los ‘players’ tecnológicos”

Por segundo año consecutivo, El Nuevo Lunes y Mutuactivos, del grupo Mutua Madrileña, han organizado un encuentro sobre las posibilidades de inversión en estos tiempos bajo el título de *Invertir en un horizonte de crecimiento*. Para el presidente y consejero delegado de Mutuactivos, **Juan Aznar**, dicho título ya le sugería un par de interrogantes durante la inauguración de las jornadas.

“El primero de ellos es determinar si efectivamente el horizonte es de crecimiento o si hay elementos que nos lleven a replantear una serie de dudas sobre el crecimiento”. Bajo la visión de Juan Aznar, “cabe reflexionar si el precio de los activos (la renta fija, la renta variable, las materias primas, inmobiliario, etc) refleja exactamente esta realidad de crecimiento o por si el contrario se está siendo muy voluntarista y lo que estamos asistiendo es a un proceso de burbuja en el precio de los activos de riesgo. Vinculado, precisamente, a que el precio del dinero está absolutamente intervenido. Y precisamente, a este interrogante de si los activos están correctamente valorados”.

El presidente y consejero delegado de Mutuactivos recalzó que estamos en “un entorno complejo”, tanto por “los elementos consustanciales a todo lo que es la

valoración de activos, y a unas nuevas realidades que yo no sé si cabe calificarlas como evolutivas o disruptivas, pero que en cualquier caso van a tener implicaciones muy profundas en todo lo que es la cadena de valor de la industria o del sector de inversión”.

La primera realidad, según Juan

Aznar, es la de unas mayores exigencias regulatorias para todo el sector y que irán a más en los próximos tiempos. “Una intensificación que puede ser una lógica respuesta a la mala praxis comercial de algunas entidades en el pasado. Van a traer, como consecuencia, un deterioro generalizado en los márgenes del sector”.



Pero junto a las mayores exigencias regulatorias, surgen también dos nuevos modelos de negocio que pueden tener un impacto “en la línea de flotación” de los modelos tradicionales de inversión.

“El primero de ellos es la gestión pasiva. Nada más lejos de mi intención que entrar ahora en un

J. Aznar: “Cabe reflexionar si el precio de los activos (la renta fija, la renta variable, las materias primas, inmobiliario, etc) refleja exactamente esta realidad de crecimiento”

La primera realidad, según Juan Aznar, es la de unas mayores exigencias regulatorias

“Invertir va más allá de un mero ejercicio de piloto automático”

debate si es mejor la gestión pasiva o la gestión activa, con independencia de que yo creo que invertir va más allá de un mero ejercicio de piloto automático. Lo verdaderamente importante es la asignación de un capital que siempre conlleva una decisión activa, con independencia de si esa decisión activa se implementa por el propio ahorrador o bien delega las decisiones en un asesor o en un gestor. También creo que la gestión pasiva parte de una hipótesis que es incierta en el 95% de los casos y es determinar que los mercados son totalmente eficientes y que, por tanto, la gestión activa puede aportar escaso valor” argumentó durante la inauguración de estas jornadas.

Pero uno de los elementos claves, en su opinión es el siguiente. “El segundo elemento, y este sí que es verdaderamente disruptivo, es la incursión de los nuevos *players* tecnológicos y digitales, aunque ahora todos somos digitales que escasamente hace unos años no existían”. Juan Aznar citó algunos ejemplos de estas nuevas compañías, aunque también restó dramatismo al desafío hacia el sector tradicional.

“Yo soy escéptico y creo que estas compañías van a estar sometidas a una alta tasa de natalidad pero también a una alta tasa de mortandad. Desde luego las espadas están en alto y será el tiempo el que determine si los algoritmos o la inteligencia artificial van a constituir como un sustituto o un complemento al factor humano a la hora de tomar decisiones de inversión”, sentenció el presidente y consejero delegado de Mutuactivos durante la inauguración de este encuentro.

“Perspectivas de la economía y de los mercados financieros”



De izqda. a dcha.: Jesús Sánchez-Quiñones, director general de Renta 4; Pablo Hernández de Cos, director general de Economía y Estadística del Banco de España; Amparo Estrada, miembro de la Junta Directiva de la APIE y subdirectora de Colpisa; Conrado Espí, director del Servicio de Estudios Económicos y Sectoriales de Mutua Madrileña, y José Manuel Amor, responsable de Análisis de Mercados de Analistas Financieros Internacionales (AFI).

Los Gobiernos deben aprovechar el entorno de bajo tipos para acometer reformas estructurales necesarias

Sin llegar a caer en euforias o demasiados planteamientos optimistas sobre la situación de la economía mundial, los ponentes de la primera mesa de estas jornadas con Mutuactivos coincidieron en destacar la buena evolución de los distintos países, sobre todo de la zona de la Unión Europea y de Estados Unidos, aunque los emergentes tampoco plantean grandes dudas. El crecimiento económico global parece mucho más homogéneo que en años anteriores, aunque también persisten algunos riesgos significativos y asignaturas sin superar en distintas partes del mundo.

Con esos mimbres del buen comportamiento de algunas economías, como la de la Unión Europea, la moderadora, **Amparo Estrada**, subdirectora de la agencia Colpisa y miembro de la Junta Directiva de la APIE, ya dejaba centrado el primer tiro sobre las apuestas de cada uno de los ponentes.

Conrado Espí, director general del Servicio de Estudios Económicos y Sectoriales de Mutua Madrileña, ya se planteaba un cierto dilema. “Tenemos que ver si el crecimiento es como lo que veíamos hace unos años o si estamos entrando en una nueva etapa. Nosotros pensamos que estamos entrando en una nueva etapa, con un crecimiento mundial un poquito más coordinado. Al final, siempre teníamos un poquito de diferencia entre el crecimiento de los avanzados y el crecimiento de los emergentes.

Ahora, ese *gap* se va reduciendo y nos vamos a encontrar una economía mundial creciendo en torno al 3,5% este año al igual que el año que viene en torno al 3,7% o 4% en función de algunos parámetros”.

Bajo su criterio, “tenemos dos bloques que están funcionando muy bien, como es Europa con ese 2,5% que ha sorprendido a todo el mundo. Estamos entrando en una etapa en la que el consumo y los indicadores de confianza están funcionando bastante bien. Estados Unidos sigue sorprendiendo, al menos para nosotros. Estamos viendo

unas tasas de paro muy reducidas. Ya incluso la discusión es si estamos acercándonos a la tasa natural de paro en la que empiezan los salarios a crecer porque ya no hay oferta. Son datos que nos confirman que tenemos crecimiento por delante”.

Otra visión muy distinta es la que le ofrecen los mercados emergentes. “Hasta hace poco tiempo veíamos unas materias primas que estaban deprimidas. El petróleo, al final, metía mucha depreciación en esas monedas y los bancos centrales no podían ayudar porque estaban muy

pendientes de defender la inflación y sus monedas. Ahora estamos entrando en una etapa un poquito diferente con las materias primas más estables, inflaciones más controladas y los bancos centrales si que van a poder ayudar a estas economías a resurgir. China e India dan ese peso de crecimiento a los emergentes. Por otro lado, tenemos un montón de países que necesitan la intervención de los bancos centrales para evitar lo que hemos visto: economías como la de Brasil en recesión, inflaciones altísimas. Esto va cambiando y una apuesta por

emergentes es bastante razonable”, sostiene Conrado Espí.

El director general de Economía y Estadística del Banco de España, **Pablo Hernández de Cos**, también destaca que “Vemos una economía creciendo a una tasa superior a los últimos 10 años. Lo más reseñable es el comportamiento de la economía del área del euro. Hemos visto las previsiones de la Comisión Europea y las últimas en septiembre del Banco Central Europeo. Es un crecimiento no solamente muy vigoroso, por encima del potencial de la economía, sino bastante homogéneo por países. Estamos viendo, si calculáis disparidades por países, una inflación en los niveles más bajos desde el inicio de la creación de la unión monetaria”.

Hernández de Cos también se muestra confiando con economías emergentes como Brasil, Rusia, India y China. Eso sí, desde el principio ya pone algunas trabas a una buena evolución económica mundial. “Sigo viendo dos grandes retos de largo plazo. Uno es hasta que punto el crecimiento de la economía europea está sostenida esencialmente por las políticas económicas, particularmente por la política monetaria. Y en segundo lugar, creo que algunos problemas estructurales de la economía europea todavía no se han resuelto. Básicamente, mencionaré tres: productividad y crecimientos de productividad significativos; envejecimiento poblacional, que es un factor potencial claro a la baja del crecimiento del área del euro y sigue estando. Sólo unos fenómenos migratorios muy significativos podrían paliar. Y en tercer lugar, endeudamiento tras la crisis financiera más de carácter público y concentrado en algunos países. Son asuntos que requieren de políticas económicas y no sólo de la política monetaria para resolverlos”, sostiene el directivo del Banco de España.



C. Espí: “Nosotros pensamos que estamos entrando en una nueva etapa, con un crecimiento mundial un poquito más coordinado”

“El Brexit nos preocupa, pero hay noticias buenas y noticias malas”

“El BCE se ha enfrentado a una situación sin precedentes en la cual los tipos de interés ya estaban a cero”



El director general de Renta 4, **Jesús Sánchez-Quiñones**, destaca lo insólito del actual momento económico. “Hay que llamar la atención que del último informe del Fondo Monetario Internacional, el crecimiento es tan sincronizado que sólo haya seis países, de los 195 que sigue, que vayan a estar en recesión durante el año que viene. Es el menor número que se recuerda. Si a esto añadimos que no existe prácticamente inflación, además de la de los emergentes converge con la inflación de los desarrollados”.

Eso sí, Sánchez-Quiñones, como también hace el propio FMI, pone una pega. “Este crecimiento está siendo acompañado de un incremento de la deuda muy significativo. Desde que empezó la crisis, la deuda global se ha incrementado un 30%. Lo que indica el FMI es que si hay un cambio en los tipos de interés habrá muchos deudores que van a tener verdaderos problemas”.

Eso sí, Jesús Sánchez-Quiñones ya adelantaba en ese momento que para hacer cualquier análisis de la economía y de los mercados era necesario prever los pasos que den los respectivos bancos centrales con sus laxas políticas monetarias con tipos a cero o en negativo, asunto que se debatía minutos más tarde.

El responsable de análisis de mercados de Analistas Financieros Internacionales (AFI), **José Manuel Amor**, todavía ve el ciclo económico global “joven”, tanto en Europa, “donde vemos que la inversión puede tomar el relevo a la demanda interna que ha sido la que ha tirado fuerte junto a las exportaciones en los últimos tres años”, como en Estados Unidos donde ve un ciclo “sostenido y robusto”. “Y ojalá que no haya excesivo estímulo fiscal que no sea productivo, porque podríamos tener un problema de calentamiento prematuro”, añade Amor.

Sobre los emergentes, el experto de AFI se muestra más escéptico, con los cambios de rumbo en China y los riesgos políticos que se avecinan el próximo año en Latinoamérica.

“En cuanto al ciclo financiero, el ciclo de endeudamiento, no estamos ni lejos de los niveles de 2006, 2007 y 2008, que fueron los que llevaron junto a algún error de política económica a la crisis financiera global que comenzamos por aquel entonces. Cuando uno mira los ratios de apalancamiento empresarial, de familias y hogares, tanto en Estados Unidos como en Europa, hay margen todavía para que condiciones financieras muy laxas, y que se mantendrán laxas porque la inflación tarda en venir y tenemos problemas de exceso de capacidad todavía, nos da un poco más de margen para que haya todavía un poco más de ciclo financiero apoyándose en el ciclo económico. Con lo cual, es difícil ver, salvo que haya un error muy fuerte de política económica o monetaria, cómo este entorno de crecimiento económico se va a frenar en los próximos dos años. Yo creo que soy relativamente

La moderadora Amparo Estrada, condujo la primera Mesa Redonda de las Jornadas, y planteó casi al final del debate la situación del mercado inmobiliario, un sector que “está mostrando más dinamismo en todos sus segmentos y, además se están registrando importantes operaciones corporativas”

te optimista en cuando a la velocidad del ciclo, tanto económico como financiero”, argumenta José Manuel Amor.

Posibles riesgos

Tras una primera aproximación o análisis sobre la situación macroeconómica, los ponentes encaraban los posibles riesgos que puedan poner en peligro el crecimiento económico.

Para el director general de Economía y Estadística del Banco de España, “es la primera vez desde hace año en la que nosotros vemos el balance de riesgos en el corto plazo equilibrados. Incluso, no descartar-

taría que las revisiones a las previsiones del crecimiento económico sean al alza. En el medio y en el largo plazo los riesgos siguen estando a la baja”, apunta Pablo Hernández de Cos.

Su mensaje es de casi total tranquilidad. “Estamos en un entorno con niveles de volatilidad bajos, con primas de riesgo bajas. Si esto se prolonga en el tiempo... podría hacerlo revertir políticas económicas inadecuadas, con reversión de políticas monetarias más rápidas de las que estamos pensando. No creo que sea un riesgo muy importante en Estados Unidos o en Europa, pero está ahí. O políticas económicas o factores geopolíticos, como Corea del Norte”.

Eso sí, su aviso de riesgo apunta a los posibles proteccionismos que puedan surgir en países significativos. “El proteccionismo es un riesgo claro a medio plazo muy importante. Lo es de manera muy clara en el Brexit. No hay ningún tipo de acuerdo posible con el Reino Unido que vaya a mantener el status quo. Alguna pérdida en la relación comercial va a suceder y esto es malo para el crecimiento potencial, tanto del Reino Unido como para el resto de Europa. Y por supuesto, en Estados Unidos tenemos el riesgo del proteccionismo más por señales de su presidente”.

Eso sí, Pablo Hernández de Cos reconocía su preocupación por China, ante los distintos cambios que el Gobierno ha acometido para remodelar el modelo de crecimiento económico en el que se ha basado el gigante asiático en los últimos años.

“China es una economía que me sigue preocupando. Este cambio de paradigma de crecimiento basado en las exportaciones, el endeudamiento, la inversión, hacia uno más basado en el consumo y menos endeudamiento se está haciendo por el momento de una manera bastante pausada y equilibrada, pero no está exento de riesgos. Manejar esa transición no es en absoluto sencillo”, argumenta el directivo del Banco de España.

Conrado Espí, director del servicio de Estudios Económicos y Sectoriales de Mutua Madrileña, rebaja su preocupación por el Brexit ante noticias buenas y malas sobre dicho proceso. “Las buenas son que hace un año todas las previsiones decían que Reino Unido se hun-



P. Hernández de Cos: “Vemos una economía creciendo a una tasa superior a los últimos 10 años”

“No descartaría que las revisiones a las previsiones del crecimiento económico sean al alza”

“Es la primera vez desde hace año en la que nosotros vemos el balance de riesgos en el corto plazo equilibrados”

día. Nosotros mismos dijimos que el crecimiento estaría en torno al 0,5%. Estamos apuntando a una economía que va a crecer el 1,5%. Nos equivocamos en el *timing*. Ahora si se empiezan a ver determinados síntomas de que el Brexit va a tener impacto de verdad. Estamos viendo que las exportaciones en términos euro, nominales, venían creciendo todo el año y, de repente, ahora están creciendo al -2%. Llevan un par de meses. Y los británicos que antes compraban casas, unas 2.800 al año, ahora compran 2.200. Todas esas variables, poco a poco van calando”.

El problema del *Brexit*, en su opi-

nión, es que se confía en la irracionalidad del no acuerdo. “El tiempo sigue pasando y todavía no estamos entrando en los detalles del acuerdo. Estamos hablando de sobre qué vamos a hablar. Al final, no estamos en una fase más avanzada que es lo que necesitaríamos en este momento”.

Sobre China, también resta importancia a algunos condicionantes que invitaban a cierto pesimismo. “Teníamos en mente burbujas de todo tipo: inmobiliaria, de crédito, de endeudamiento, de la banca en la sombra... El Gobierno chino ha ido tomando decisiones sobre eso. Ahora, para comprarte una segunda casa en Pekín tienes que poner entre el 60% y el 80% por delante. Sabemos que las empresas de China están muy endeudadas pero por deuda del Gobierno. Con lo cual, está más protegida que otra deuda de ese volumen en otro país. Tenemos un banco central de China que está ayudando, reduciendo un poco la política monetaria expansiva pero no mediante tipos de interés sino reduciendo la capacidad de compra”.

El directivo de Mutua Madrileña considera que los países emergentes son una oportunidad de inversión y alerta de los riesgos de algunos sistemas bancarios europeos, sobre todo el italiano con un alto riesgo de morosidad. “Seguimos teniendo ahí a Italia con un 30% de los préstamos de mora. Respecto a la banca alemana, nos preocupa pero pasa un poco como en China. Los balances no son tan claros como nos gustaría en un entorno de zona euro. El problema en Alemania es el que tiene **Merkel**, ahora que necesitábamos una Alemania fuerte para negociar *Brexit*”.

El responsable de análisis de mercados de Analistas Financieros Internacionales (AFI) es pronto para valorar si Alemania y los problemas de crear un Gobierno de coalición pueda ser un problema en Europa. Según Juan Manuel Amor, el escenario podría ser el de un Gobierno en solitario.

“Ahora mismo hay un escenario de que se vuelvan a sentar a hablar, con la presión del presidente del país. La segunda opción es que el SPD entre en razón y suscriba una coalición. También es muy difícil. Y la tercera puede llevar a elecciones o no. En el fondo, el sistema alemán de las dos cámaras está hecho para ser estable. No descarto un Gobierno de **Merkel** en minoría. En cuanto a la integración Europea, creo que las posturas no están tan distintas”.

Sobre el *Brexit*, Amor considera que tiene “un punto de escepticismo sobre que no se cierre nada”, pero considera que las posturas en las cuestiones claves están más cerca de lo que, en un primer momento, parecen.

Junto a todos los riesgos esgrimidos por los anteriores ponentes, el director general de Renta 4 añade uno más, la “difícil normalización”



Aspecto que presentaba la sala donde se celebró el acto.

Viene de página III

de las políticas monetarias por parte de los bancos centrales. "Llevar tanto tiempo con tipos tan bajos, incluso negativos, puede hacer pensar a muchos intervinientes en la economía que esta situación es normal. Y el hecho de tener el 50% de los bonos soberanos a nivel mundial con una rentabilidad por debajo del 1% y el 23% con rentabilidad negativa pues no es normal. Y tener ocho billones de bonos con rentabilidad negativa a nivel global tampoco es normal. Los inversores y la economía no están creyendo que los bancos centrales van a poder normalizar. Si vemos la curva, la Reserva Federal ya ha dicho que subirá una vez los tipos este año y tres el próximo. En cambio, el mercado tan sólo espera dos subidas. Una en diciembre y otra más. Si por algún motivo, los bancos centrales tuvieran que subir los tipos de interés se podrían producir momentos de tensión".

"Hay que recordar que el BCE, en los últimos años, ha subido dos veces los tipos de interés, en 2008 y en 2011, coincidiendo con repuntes muy fuertes del petróleo. El cisne negro puede ser que por cualquier motivo o turbulencias geopolíticas en Oriente Medio hubiera un repunte del precio del petróleo que llevara a la inflación a subir y eso llevara al BCE a subir los tipos de interés en un momento en el que podría hacer bastante daño a la economía", apostillaba el director general de Renta 4.

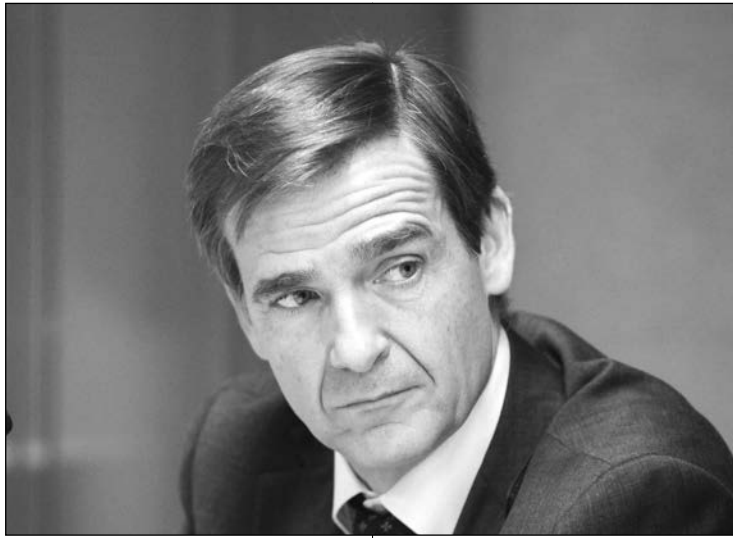
Tipos a cero

Sánchez-Quiñones ya incluía, con sus reflexiones, otro aspecto a debatir en estas jornadas como es la política monetaria de los bancos centrales y los tipos de interés a cero o en negativo. El directivo del Banco de España se justificaba.

"Esteremos todos de acuerdo que las políticas monetarias no convencionales, donde incluyo la compra de activos en el caso del BCE, de tipos de interés negativos han sido fundamentales. Además, es un elemento fundamental para la eliminación de la fragmentación financiera que vivíamos en los años previos a la implementación de estas políticas. Hay que situarse para entender bien las decisiones que se tomaron en 2014, momento en el que Europa estaba saliendo muy tímidamente de una situación de recesión o con crecimientos muy bajos y con riesgos claros de deflación. Además, en una economía que vivía un momento en el que estaba más apalancada que lo que está hoy. Los riesgos de un círculo vicioso podía llevar a las economías europeas a una situación muy dramática", argumentó Pablo Hernández de Cos.

Y un mensaje más desde el directivo del supervisor bancario. "Enfatizo en esta fragmentación bancaria. Las empresas españolas cuando acudían a un crédito estaban pagando con tipos de interés que podían ser hasta tres puntos más altos que las empresas alemanas. Es en ese entorno en el que hay que entender la política monetaria. Evidentemente, el ciclo económico en Estados Unidos está mucho más adelantado que en Europa y por eso se han podido permitir el lujo de incrementar tipos de interés. En el caso de la economía Europea estamos en una situación completamente distintas. Es verdad que ya está creciendo de una manera muy vigorosa, pero las proyecciones de la recuperación en el área del euro siguen siendo muy lentas y no claramente sostenible sin la política monetaria".

Pablo Hernández de Cos apuntó que "no hay que olvidar que el objetivo del BCE es de inflación. Se ha justificado una reducción del volumen de compras a partir de enero,



pero las situaciones macroeconómicas justifican las posiciones de los dos bancos centrales, tanto de la Reserva Federal como del BCE", ante la situación de las dos economías principales del mundo.

La mayoría de los ponentes defendieron el papel que ha jugado el Banco Central Europeo que preside **Mario Draghi**. "La política del BCE ha sido acertada. No le puedes pedir a una economía que tiene la discusión de si la inflación está en cero, o en menos 0,3%, que el banco central no tenga un programa de estímulos de la magnitud que hemos tenido. Otra cosa es que el precio que se ha pagado y quién ha soportado el precio de esos bajos tipos de interés esté muy focalizado en los ahorradores. Y los ahorradores alemanes tienen mucho motivos para estar preocupados. Hay que entenderlo. Pero al final, el BCE se ha enfrentado a una situación sin precedentes en la cual los tipos de interés ya estaban a cero y los programas de estímulo con herramientas alternativas eran necesarios", señalaba Conrado Espín de Mutua Madrileña.

Para José Manuel Amor, de AFI, "Draghi está haciéndolo bien. Pero vamos a cualificar esta opinión. Tenemos una economía europea en la que el crecimiento potencial es todavía relativamente bajo y en las que las expectativas de inflación de los agentes y de inversores están todavía por debajo de niveles que te permitan pensar en que están ancladas en una cierta estabilidad de precios. En ese entorno, y por mucho que tengas

J. Sánchez-Quiñones:
"Los inversores y la economía no están creyendo que los bancos centrales vayan a poder normalizar los tipos negativos"

"El cisne negro puede ser que por cualquier motivo o turbulencias geopolíticas en Oriente Medio hubiera un repunte del precio del petróleo"

"Si los bancos centrales siguen en esta política, también tiene sus efectos secundarios"

crecimiento, se justifica el mantenimiento de tipos de interés reales negativos para promover que sigan cerrando las brechas de producción y que lleguemos a una situación en la que la inflación se normalice. Y no estamos ahí, en general, en la Eurozona".

Eso sí, Amor, considera que el BCE "es ahora prisionero de sus propias palabras y lo que vamos a ver, en función de lo que ocurra con el crecimiento que lo revisará al alza la autoridad monetaria. En términos de inflación, no creemos que esté

muerta y que aún tenemos una brecha de producción. Por tanto, Draghi tiene que ser paciente".

El director general de Renta 4, **Jesús Sánchez-Quiñones**, también considera que los mercados tampoco se creen las palabras de la Reserva Federal sobre nuevas subidas de interés en Estados Unidos. Mientras tanto, el director general de Economía y Estadística del Banco de España justifica el planteamiento del BCE pese a la crisis del sector financiero.

"La política monetaria se enfatiza mucho la rentabilidad bancaria. Los análisis empíricos que tenemos son que, efectivamente, unos tipos de interés bajos reducen los márgenes de los bancos y no les viene bien. Pero en contraposición, mejora los volúmenes de crédito, ha generado bastantes ganancias de plusvalías de activos y, sobre todo, ha mejorado mucho la calidad de los prestatarios".

Pablo Hernández de Cos comparte que "los Gobiernos, lo que deberían hacer, es aprovechar este entorno de tipos de interés bajo para acometer las reformas estructurales que se requieren para afrontar los retos de baja productividad, envejecimiento poblacional y endeudamiento público de algunos países o de paro estructural significativo en algunas economías".

El director general de Renta 4 pone en cuarentena esa indicación desde el directivo del Banco de España. "Ningún Gobierno, de ningún partido, tiene el acicate para hacer esas reformas si se puede financiar con Letras del Tesoro con hasta menos 0,4% a seis meses. Lo que sí le podría achacar al BCE, que no ha ocurrido en la reserva Federal de Estados Unidos, es poner los tipos de interés en negativo. Esto todavía no se explica en la Universidad, el que el precio del dinero puede ser negativo. Es una aberración que los tipos de interés estén en negativo. Y lo que no se entiende tampoco es que nos diga ahora, en todas las reuniones, que la economía europea está creciendo. Aquí hay algo que no cuadra", se lamenta Jesús Sánchez-Quiñones.

El director del Servicio de Estudios Económicos y Sectoriales de Mutua Madrileña reconocía que con esos tipos de interés en mínimos históricos se ha creado "un esquema de salida de la crisis que ha propiciado que el mundo se endeude.

Cuando miramos los niveles de endeudamiento mundiales de hace siete años y los vemos ahora, las cifras han crecido exponencialmente. El problema es que el incentivo que tiene el que se endeuda es seguir a endeudándose. No estamos pagando ahora mismo el precio de los niveles de endeudamiento que tenemos. Una economía como la española, que está en un 100% de deuda y un problema como el que tenemos en Cataluña y su prima de riesgo esté en 100, es un poco inexplicable".

Eso sí, Conrado Espín coincide en que "Es el momento de aprovechar eso en términos de carga financiera, pero también el de hacer reformas que las está pidiendo España a gritos y las economías europeas por no hablar de Italia, que tiene el mismo problema, de Portugal, que ha hecho sus deberes pero sigue teniendo esa deuda como punto débil".

Cataluña

La situación en Cataluña y sus repercusiones en la economía española fue otro de los asuntos debatidos en la primera mesa de esta jornadas. La mayoría de los ponentes restaron dramatismo y efectos muy perversos para el crecimiento económico de España, aunque pueda tener algunas repercusiones controladas.

Hernández de Cos, del Banco de España, reconoce que "los indicadores de incertidumbre han aumentado algunos de ellos en línea con el primer escenario" mucho más benigno que el diseñado por el supervisor para un conflicto más problemático y duradero en el tiempo.

Según ese escenario, el impacto en el PIB nacional sería tan sólo de unas tres décimas, mientras que en el escenario más extremo se podría restar 2,5 puntos de crecimiento de la economía nacional, pero bajo unos parámetros similares a la crisis de Lehman Brothers o cuando se cerró el rescate a la banca española en 2012.

El director general de Economía y Estadística del Banco de España descarta que esa situación extrema vaya a producirse, aunque todo "dependerá de cómo reaccionen los políticos" tras las elecciones autonómicas que se han convocado para el próximo 21 de diciembre.

Desde una postura muy similar, el



Numerosos profesionales se dieron cita en las II Jornadas de EL NUEVO LUNES y Mutuactivos.

director del servicio de estudios económicos y sectoriales de Mutua Madrileña, Conrado Espí, sostiene que en el impacto del conflicto soberanista de Cataluña dependerá de “cuánto dure la tensión”. En su opinión, el impacto por el momento es limitado ya que “estamos más en un aplazamiento que en una retirada de inversiones” en la región.

José Manuel Amor, de AFI, también ratifica que desde su firma también han trabajado con dos escenarios, pero al final se ha impuesto que “el mercado apuesta por la no ruptura con España” por parte de Cataluña. Amor considera que “a largo plazo hay cuestiones pendientes” y que es necesario extraer las lecciones pertinentes sobre lo que ocurrió con Quebec en Canadá.

El director general de Renta 4 considera que es obvio que “a ningún inversor le gusta la incertidumbre” y que “una parte del daño ya está hecho” con todo lo que ha ocurrido en los últimos meses. Jesús Sánchez-Quiñones, por ese motivo, considera que queda “un trabajo arduo para volver a la normalidad”.

Envejecimiento y pensiones

El envejecimiento poblacional, el futuro de las pensiones y la recuperación parcial del mercado inmobiliario, así como la posible burbuja creada en la deuda, también fueron otros asuntos tratados en una intensa primera parte de la jornada vivida en el auditorio Pérez-Llorca.

Respecto al envejecimiento poblacional y el futuro de las pensiones, casi todos coincidieron en que es un asunto preocupante, pero con matices sustanciales. Para el director general de Economía y Estadística del Banco de España el verdadero problema radica “en la productividad”, aunque las últimas reformas permiten un mayor equilibrio. Pablo Hernández de Cos también advierte de que “el envejecimiento de la población reduce el crecimiento económico”.

“El diagnóstico de la situación no es sencillo. Nuestras proyecciones a largo plazo sobre el sistema de pensiones, una vez que uno incorpora la reforma de 2011 que básicamente la medida estrella fue el incremento de la edad de jubilación y la reforma de 2013 que tiene dos elementos que son el factor de sostenibilidad que ligará el mantenimiento de las pensiones con la esperanza de vida y el nuevo índice de revalorización que ya se está aplicando al no poder crecer las pensiones por encima del 0,25% cuando hay desequilibrios, el impacto demográfico en entornos optimistas con una tasa de desocupación de niveles del 7% en el largo plazo se puede alcanzar el equilibrio”, explica Hernández de Cos.

Pero ante esa posible situación, el directivo del Banco de España lanza una advertencia. “Si no se incorporan nuevos ingresos al sistema, lo que se produce, básicamente, es una reducción de la tasa de sustitución muy significativa, en el entorno de 20 puntos. Es verdad que las tasas de sustitución del sistema español actual son elevadas, cuando uno las compara en términos internacionales. Son las segundas más elevadas de la Unión Europea. Esta reducción de la tasa de sustitución en 20 puntos la colocaría en el octavo o noveno puesto. Pero esa reducción tan significativa se produce bajo el supuesto de que no haya nuevos ingresos en el sistema. Aquí las matemáticas funcionan de una manera bastante sencilla. Uno aumenta los ingresos del sistema para alcanzar tasas de sustitución más elevadas o al contrario. En una economía abierta, como es ésta, uno no puede permitirse tipos marginales muy elevados, porque tanto el capital como los trabajadores acaban deslocalizándose”.

Sobre el fenómeno del envejecimiento poblacional, Hernández de Cos sostiene que supone una modificación de los parámetros del sistema, si lo consideran las autoridades públicas, pero también “genera una reducción muy significativa del crecimiento de la economía. Por ese motivo, es muy importante que se realicen las reformas necesarias para incrementar la productividad que, al final, es la variable clave a largo plazo de cualquier economía. Cuando uno ha conseguido el pleno empleo y en un entorno demográfico en el que la población no crece sólo te queda una variable que es la productividad. Esta es la clave de las reformas. No vale sólo con tocar el sistema de pensiones”.

Para Conrado Espí, de Mutua Madrileña, el nuevo plazo de diez años para poder rescatar el fondo de pensiones es “un incentivo que no era para este tipo de productos” y pone el énfasis en la falta de cultura financiera que hay entre los españoles.

“Yo me centraría un poco en la transparencia que está teniendo la situación de las pensiones para los ciudadanos, que necesitan dos cosas para comprender el fenómeno. Por un lado, la cultura financiera, que obviamente siempre es mejorable, y cómo en los próximos 10 años va a ir dando ese factor de sostenibilidad. Dejar, en los próximos 15 años, a la clase política el empeño de esas reformas, absolutamente necesarias, pues uno es libre de tomar sus decisiones. Bien, a esperar que le resuelvan el problema o acudir a fondos privados que le puedan complementar”, argumenta el director del Servicio de Estudios y Sectoriales de mutua Madrileña.

Según su consideración, “las reformas que cogen productos diseñados para planes de pensiones, con un horizonte de inversión en torno a 20 o 30 años, y reducir ese horizonte a 10 años, de manera que alguien se pueda salir, como poco introduce un incentivo diferente para lo que estaban diseñados esos productos. Yo creo que una buena vía de afrontar esto sería introducir incentivos más claros para que los propios ciudadanos puedan tomar sus propias decisiones y que se les haga más atractivos los planes de pensiones también privados. Por que, al final, confiar todo a que tengamos movimientos migratorios, aumentos de productividad, cuando llevamos 20 años viendo que esas palancas no han terminado de solucionar el problema, considero que hay que romper una lanza para los incentivos a los planes privados”.

Conrado Espí sostiene que “hemos ido reduciendo la base imponible, la base de reducción de las aportaciones, o los incentivos que tienes para rescatar los planes de pensiones de una forma o de otra, se ha ido trastocando a lo largo de los años. Todo eso son gotas en el vaso que van haciendo menos atractivo un producto que está diseñado para dar una vía alternativa al ciudadano frente a algo que está por venir y que va a arrastrar a todo el que no esté preparado para eso”.

José Manuel Amor, de AFI, se cuestiona cómo serán las relaciones laborales de muchos ciudadanos en un plazo de 20 ó 30 años. En su opinión, “las perspectivas de rentabilidad a siete ó 10 años no son positivas” con este tipo de productos.

“Es muy difícil pensar en que en el largo plazo se alcance el pleno empleo en un entorno de relaciones laborales cambiante. No sé cómo serán y si voy a tener un porcentaje de la población sustituida por robots. El conjunto de incertidumbres a la hora de enfocar el problema del sistema de pensiones es brutal. Son modelos a largo plazo basados en unas asunciones que



J. M. Amor:
“El ciclo a nivel global lo vemos joven. Es decir, creemos que todavía tiene piernas”

“Soy relativamente optimista en cuando a la velocidad del ciclo, tanto económico como financiero”

“No descarto un Gobierno de Merkel en minoría”

son cruciales. Tocar un poquito la productividad ya te genera un equilibrio importante”, razona el directivo de Analistas Financieros Internacionales.

José Manuel Amor defiende el ahorro privado pero se pregunta sobre las expectativas de rentabilidad para los próximos 15 años. “Se está generalizando la idea de que dados los niveles de valoración actuales, ¿qué expectativas de rentabilidad vamos a tener? Cuando veo ejercicios de rentabilidad esperada a siete o diez años es raro ver uno positivo. Eso es muy relevante, tanto como la política económica en materia de pensiones”.

Más ácido se mostró el director general de Renta 4. Según Jesús Sánchez-Quiñones, los alemanes optan por el ahorro en un entorno de tipos de interés en mínimos, como los actuales. En cambio, “en España se considera que como no me da nada el ahorro, me lo gasto”.

“Es necesario concienciar a la población, para que el ciudadano sea consciente con bastantes años de anterioridad cuál va a ser aproximadamente su pensión para que cada uno tome sus decisiones libres. Aquí todo parece que ya me resolverá el problema el propio Estado”, apunta Sánchez-Quiñones.

Mercado inmobiliario

La moderadora de esta primera mesa, Amparo Estrada, planteó casi al final del debate la situación del mercado inmobiliario, un sector que “está mostrando más dinamismo en todos sus segmentos y, además se están registrando importantes operaciones corporativas”. La pregunta que lanzaba a los ponentes era hasta cuándo se va a mantener ese dinamismo y si el desafío independiente va a afectar a la inversión extranjera en el sector.

El director del Servicio de Estudios Económicos y Sectoriales de Mutua Madrileña afirma que “el sector inmobiliario no ha hecho nada

más que empezar su andadura. Recordemos que la creación bruta de capital por compra residencial está a la mitad de hace 10 años. Es decir, tenemos un mercado residencial con una demanda de compras de viviendas en torno a 440.000 en el acumulado del año y una oferta de nueva vivienda que está en torno a 80.000 visados. Es decir, hay una diferencia sustancial entre la oferta y la demanda”.

Conrado Espí considera que “hablar del stock de vivienda nueva debe mirarse mucho por zonas geográficas. Al final, está funcionando muy bien Madrid, Barcelona o la costa en términos de compraventa. En términos de incremento de precios vemos que esos mercados funcionan bien, pero al mismo tiempo estamos viendo que funcionan bien porque hay una falta de oferta. Mientras, cuando nos vamos a zonas más interiores lo que vemos son caídas de precios y una oferta mayor respecto al stock total. Es decir, al final tenemos un stock de viviendas en esas zonas que no se va a vender. Todo esto mete tensión a que sea el mercado de segunda mano el sea el que está incrementado los precios. Eso es lo que da un cierto dinamismo al mercado. Al final, echando números, estaríamos hablando de unos 130.000 visados que normalizarían un poco más la situación”.

Respecto al impacto de Cataluña, el directivo de Mutua Madrileña apunta que “cuando se miran las cifras en España, se compran 60.000 viviendas por los extranjeros a lo largo del año. Es una variable que ha ido creciendo en torno al 10%. Cada año, a esas 60.000 se le añaden unas 6.500 viviendas. En Cataluña, al año, se compran unas 9.000 viviendas. Ahí entramos en un ejercicio de sensibilidad. ¿Cuánto pensamos que pueden dejar de comprar los extranjeros por la situación de Cataluña? Su uno de cada dos dejara de comprar, tendríamos 4.500 viviendas menos compradas por extranjeros. Si cada año necesitamos 60.000 más 6.000, estaríamos reduciendo la tasa de crecimiento de forma importante. Nosotros pensamos que estamos ahora en un escenario de aplazamiento, simplemente. debemos estar un poco a la espera y no echar números y pensar que va a ser un desastre. Se irá viendo”.

El director general de Renta 4 considera que la situación del sector inmobiliario está muy condicionado por los tipos de interés. “Mientras sigan los tipos de interés en estos niveles, el inmobiliario seguirá con la actividad que está teniendo. Aunque cuando hablamos de inmobiliario debemos considerar que es una amalgama de subsectores. En las zonas *prime* el comportamiento que está teniendo es fantástico, pero otras zonas no tan principales no está teniendo ese comportamiento. Quizás, la buena noticia es que no se puede hablar de burbuja inmobiliaria en absoluto”.

Pablo Hernández de Cos añade que “la inversión en vivienda durante el año pasado representó en porcentaje del PIB el 4,5%. Es algo más del mínimo que se alcanzó en 2013, que fue del 4,1%. Es decir, está tres veces más bajo que el 12% que alcanzó en el año 2007”.

El director general de Economía y Estadística del Banco de España cifra en “450.000 las transacciones durante el año pasado que es el 50% del número de transacciones en el periodo de 2004 a 2007. Y un tercer elemento adicional, que desde el punto de vista del Banco de España es muy importante: el saldo vivo del crédito hipotecario sigue cayendo. Se están firmando nuevas hipotecas, pero el stock de las existentes es mucho más importante. El fenómeno de la heterogeneidad es importante, porque está habiendo una mayor discriminación de la que hubo en el periodo anterior”.

Para Hernández de Cos, “en el medio plazo hay dos factores que van en dirección opuesta. Cuando publicamos la encuesta de las familias en febrero, un dato muy relevante es cómo ha caído el porcentaje de tenencia en propiedad entre los hogares de los jóvenes españoles. Esto se puede ver como un fenómeno estructural o como algo coyuntural. Tal vez, no han podido estos hogares comprar una vivienda, pero no han podido dado las condiciones de paro y desempleo. En el sentido contrario, cuando hacemos estimaciones potenciales de demanda de vivienda, el fenómeno de envejecimiento poblacional es fundamental. El número de creación de hogares derivado de las proyecciones demográficas se va a resentir, salvo que volvamos a vivir un fenómeno migratorio como el que vivimos en la década previa a la crisis. Estos dos factores van en la dirección contraria, aunque prevemos una recuperación gradual del mercado y esperamos que sin ningún tipo crecimiento abrupto”.

Para el responsable de análisis de Mercado de Analistas Financieros Internacionales (AFI), su visión del sector inmobiliario es que “asumiendo un crecimiento del PIB en torno al 2% como media en tres o cuatro años, no podemos asumir las proyecciones del Instituto Nacional de Estadística (INE) porque son planas. Tenemos que pensar 1,1 millones de personas entrando en España, en términos netos. Esa cantidad hay que compararla con los cinco millones de personas que vinieron en el anterior boom demográfico. Es decir, que no vamos a tener un boom tremendo. Pero es un número de personas que pueden crear un hogar o no. No es lo mismo que vengan dos personas de Reino Unido a trabajar a Madrid, que venga una familia de un país con renta más baja que suelen agruparse en unidades mucho mayores”.

José Manuel Amor calcula que con esas cifras se formarían 150.000 hogares nuevos anuales en los próximos cinco años. “Iremos a unas 300.000 transacciones a velocidad de crucero. Eso sí, para el PIB sólo importan las nuevas viviendas. Por tanto la aportación a la economía va a ser muy limitada comparado con otros periodos. Ahora bien, no sólo habrá que mirar qué tipo de población tendremos en ese incremento, sino que tipo de trabajos van a tener. Y luego, dónde van a ir. Hay unas tendencias de abandono del campo que se van a seguir produciendo. Prevemos que va a subir más el precio del alquiler que el de la vivienda. Nos enfrentamos a un mercado totalmente bipolar”.

El representante del Banco de España fue el único objetivo de las diversas preguntas formuladas por el público asistente, tanto por el futuro de las pensiones como por el desplazamiento del ahorro en vivienda a otros activos.

“Oportunidades para la inversión. Novedades para 2018”



De izqda. a dcha: Ángel Olea, director de Inversiones de Abante Asesores; Eduardo Roque, director de Inversiones de Mutuactivos; Inmaculada Sánchez, directora de EL SIGLO DE EUROPA; Jacobo Blanquer, consejero delegado de Tesis Gestión SGIC, y Marian Fernández, responsable de Análisis Macroeconómico de Andbank.

“La inflación no está descontada por el mercado. La llevamos esperando hace años y no aparece”

De las oportunidades para la inversión. Novedades para 2018, debatieron los expertos en la Segunda Mesa Redonda de la Jornada sobre Invertir en un horizonte de Crecimiento. La moderadora, Inmaculada Sánchez, directora de El Siglo de Europa, presentó a los ponentes que participaron activamente en un coloquio en el que, cada uno de ellos, compartió con los asistentes su experiencia de trabajo y sus puntos de vista respecto al tema que fue objeto de debate. “Tenemos, en esta segunda Mesa Redonda, el reto de seguir captando la atención del público que os acompaña, algo que si atendemos al perfil de los ponentes que participan en ella, doy absolutamente por conseguido”, dijo Inmaculada Sánchez que puso sobre la mesa, y para empezar, el Principio de Goldilocks que se aplica en multitud de fenómenos donde una característica se debe situar entre unos límites o extremo. El origen de este principio está en la historia de Ricitos de Oro era una niña muy traviesa que entró en una casa desconociendo que allí vivían Papá Oso, Mamá Oso y su Hijo Oso.

Como no había nadie se atrevió a probar sus cuencos de sopa, y eligió el del osito, ya que no estaba ni muy frío ni muy caliente. De los tres sillones prefirió sentarse en el del osito, ni muy duro ni muy suave. Y con sus camas también eligió para dormir la del osito porque era justamente de su tamaño, ni muy grande ni muy pequeña.

De esta forma, se enuncia el principio o conjetura de Goldilocks donde para ciertas cuestiones siempre existen dos valores extremos y un cuenco templado que es el que queremos tomar. “Y es que en estos se habla de una zona templada, de una economía goldilocks, es decir, una economía que crece, aunque sea de forma moderada, sin inflación de forma sostenible a largo pla-

zo. ¿Qué opináis al respecto?”

“En Mutuactivos tenemos dos sensaciones contrarias. Una buena y otra mala acerca del Goldilocks”, señaló Eduardo Roque, director de Inversiones de Mutuactivos para el que, el crecimiento moderado que representa este concepto, la inflación que no llega lo que permite a los Bancos Centrales mantener los tipos bajos, presenta un escenario de inversión muy positivo. “Desde el punto de vista macroeconómico, este escenario nos encanta a los gestores de carteras porque estamos ante un crecimiento sincronizado mundial con la Eurozona sorprendiendo y con los países emergentes en recuperación. Sin embargo la inflación, que tanto tememos, no aparece, no molesta por lo que, con

unos tipos bajos, tenemos de inversión. Pero nosotros no nos dedicamos exclusivamente a mirar la economía, como ocurría con los participantes del panel anterior, ya que en nuestro caso hay que tomar decisiones de inversión y, cuando miramos a los activos, ahí, en ese momento es cuando la foto se estropea”. Aseguró Eduardo Roque que, desde su punto de vista, los activos en términos de valoración están caros, sobre todo desde el punto de vista de valoración absoluta lo que provoca una sensación mala que invita a la prudencia. “El Goldilocks puede continuar y puede hacer que esta situación se mantenga en el tiempo. Y la gran pregunta es cuándo va a dejar de ser así. Es difícil que el crecimiento mundial pueda moderarse aun-

que, en realidad, lo que nos preocupa es la inflación que puede estropear este Goldilocks y que este escenario de valoración de activos sufra cambios importantes”. Jacobo Blanquer, consejero delegado de Tesis Gestión SGIC, se mostró de acuerdo con lo dicho por Eduardo Roque y apuntó que los buenos datos macroeconómicos, “también micro”, tienen mucha inercia, una situación que se alargará en el tiempo. “Desde el punto de vista de los resultados empresariales están siendo mejores y el problema, como bien ha dicho Eduardo, está en las valoraciones que, actualmente, están descontando unas estimaciones fuertes de crecimiento de beneficios. Unas expectativas que se pueden cumplir o no pero que, en todo caso,

ya están descontadas en precio”.

Se centró en uno de los activos que, “tal y como considera la mayoría”, está más caro. “Sin contar la renta fija, que es lo más caro sin duda. Hay actualmente ocho trillones de euros con tipos en negativo lo que nos sitúa en una situación irreal”. Para Jacobo Blanquer, la renta variable americana, está muy cara y se están pagando a unos ratios, por encima de su media habitual, ya que, a su juicio, se están descontando, más que los resultados “que han sido bueno”, las expectativas de que el crecimiento siga. Sobre todo en determinadas compañías, en determinados sectores. “Considero que la economía y la Bolsa, todavía tienen margen, el Goldilocks va a seguir pero con varios riesgos importantes. Primero, que nos defrauden esas expectativas que están medidas en precio y segundo y efectivamente, la inflación, a la que hay que seguir muy de cerca además de las estimaciones de beneficios”

Inercia que se mantiene

Para Ángel Olea, director de Inversiones de Abante Asesores, existe un consenso generalizado en que la recuperación económica está en un momento cíclico especialmente bueno con crecimientos por encima del potencial en zonas como la europea y con revisiones al alza, una novedad que no se había producido durante los últimos años. “Es cierto que en este escenario de Goldilocks lo que se está descontando son inflaciones muy bajas todavía, sobre todo en la Eurozona. Se trata de expectativas excesivamente alegres en este sentido en discursos y presentaciones de estrategias en las que aparece mucho la palabra slack, la capacidad ociosa de las economías, prácticamente nula en la economía americana, lo que puede generar tensión de inflación mientras la curva de Phillips empieza a dar señales a corto plazo. Este sería el principal riesgo del Goldilocks”

“La inercia de la que hablaba antes Jacobo se mantiene”, comentó Marian Fernández, responsable de Análisis Macroeconómico



El público, que llenaba la sala, siguió atentamente las explicaciones de los expertos.



nicos de Andbank para asegurar que lo que se cotiza en el mercado son las sorpresas y, no tanto, las dinámicas. “Hemos tenido un 2017 con sorpresas muy positivas en crecimiento y negativas desde el punto de vista de inflación. Hay que ver si esa dinámica continúa o no y hay que poner una serie de interrogantes sobre la mesa respecto a las noticias positivas. Por ejemplo, en Estados Unidos, buena parte de la recuperación de la inversión ha venido del sector de materias primas, hay que ver que si otros sectores toman el relevo. También la inversión en Europa donde la voluntad es muy positiva pero ya sabemos que de la voluntad a la realidad va un trecho”. La experta de Andbank considera que la inflación, muy cuestionada en estos momentos y muy negativa para la renta fija, en las cuentas de resultados de la renta variable, “no viene nada mal”. “Depende, no obstante, del origen de la inflación porque pensar que vamos a seguir creciendo sin inflación es un escenario, no sé si es naïf pero se acerca un poco. Lo que es cierto es que, la inflación, está siendo muy difícil de pronosticar, casi tan difícil como el euro-dólar”.

Para Marian Fernandez, Goldilocks “sí”. Lo que puede cambiar para el año que viene es el signo de las sorpresas.

Los expertos se detuvieron también en analizar la política de los Bancos Centrales y cómo puede influir en el precio de los activos. “Precisamente la inflación, como bien ha dicho Marian, no está descontada en el mercado. La llevamos esperando hace años y no aparece. Pero si nos fijamos en algunos elementos que han hecho que la inflación, baje, sobre todo en el medio plazo y en Estados Unidos, se observa que la tasa de paro está por debajo de la tasa natural, que presionan los salarios al alza, que el precio de alquiler de viviendas ha bajado, que el dólar que se ha debilitado va a meter, vía precios de importación, más presión a la inflación y que las materias primas se están recuperando en precio. Todo esto puede indicar un repunte de la inflación a medio pla-

E. Roque: “Lo cierto es que el Goldilocks puede continuar y puede hacer que esta situación se mantenga en el tiempo. Y la gran pregunta es cuándo va a dejar de ser así”

“Nos preocupamos mucho más en Mutuactivos no de cómo vayan subiendo los tipos de interés, sino de la segunda derivada, la velocidad de la subida”

zo”, señaló Eduardo Roque.

Recordó, en este sentido, como la Reserva Federal, en los últimos años, ha ido perdiendo la razón a favor del mercado, “hasta este año que ha sido al revés. Es más, la Reserva Federal está incómoda con la complacencia de los mercados y lo notamos porque reitera sus advertencias sobre la excesiva valoración de algunos activos,

M. Fernández: “Hemos tenido un 2017 lleno de sorpresas especialmente positivas en cuanto a crecimiento y negativas también desde el punto de vista de inflación”

“En emergentes no vale todo. Brasil nos gusta a pesar de las elecciones que se van a celebrar en 2018. No nos gusta México, mientras seguimos siendo muy pro asiáticos”



lo que se ha oído pocas veces”. El índice de condiciones financieras que la propia Reserva Federal elabora, mientras que la FED ha subido cuatro veces los tipos de interés, ese índice caía. “La Reserva Federal, por tanto, empieza a subir tipos porque considera que esas condiciones financieras son demasiado laxas”.

Habló de cómo los gestores están acostumbrados al contagio que llega de EEUU. “Nos preocupa mucho más en Mutuactivos, no de cómo vayan subiendo los tipos de interés sino la segunda derivada, la velocidad de la subida”

“Si esa subida de tipos es desordenada por un reacción de los Bancos Centrales fuerte ante una subida de la inflación, en ese escenario, incluso los activos de riesgo pueden tener caídas importantes”.

Jacobo Blanquer consideró que hay una relación muy importante entre inflación, Banco Central y valoraciones. “La inflación, si se dispara, va a provocar que los Bancos Centrales suban tipos y esto influirá en las valoraciones que tenemos tanto en renta fija como en renta variable”.

“Estamos ante un tema de expectativas” reiteró Blanquer, “porque, si cambian las expectativas de tipos cambian las valoraciones”. Y se refirió a las palabras pronunciadas por Mario Draghi. “Con las doce palabras de Draghi en el 2012 la situación se tranquilizó y sus palabras tuvieron más efectos que todo el QE. También se produjo una reacción que todos recordaréis cuando Bernanke, en Estados Unidos, dijo por primera vez, voy a estudiar si subimos los tipos, y las bolsas cayeron. Los Bancos Centrales importan, y mucho, porque son los que manejan las expectativas de los inversores”.

Subida de tipos

Ángel Oela, director de Inversiones de Abante Asesores explicó que las dos subidas de tipos que prevé el mercado para los próximos doce meses se convertirán en cuatro. “Esto marcará los tipos a corto en Estados Unidos y mi duda es si va a tener un reflejo tan claro en los tipos a largo, en la curva americana. Yo creo que es limitada la posibilidad de subidas fuertes de los tipos a largo porque no nos lo podemos permitir. Es el riesgo de mercado el que existe respecto a las expectativas y que éstas se puedan quedar cortas”

“Pensamos que la economía va bien, que la inflación puede asustar un poco y sabemos que el mercado tiene que corregir sobre todo la Bolsa americana, pero no vemos un activo alternativo a la Bolsa. Somos positivos de cara a los próximos meses”.

“Sabemos que los Bancos Centrales están en la base de la recuperación, financiera claramente, y de la recuperación económica también”, aseguró Marian Fernández, para señalar que “lo que digan y hagan, nos impacta”.

“Yo, junto a las expectativas, hablaría también de forma de comunicación. Por ejemplo, cuando estábamos elaborando la estrategia de 2017, el mercado no se creía las subidas de la Reserva Federal y, sin embargo, se han producido. Y es que, durante el año, ha ido acomodando el discurso a la situación que se daba. No ha sido disruptivo para el mercado porque lo ha aceptado bien. ¿Puede darse el año que viene? Puede darse. Yo comparto la idea de que va a haber tres subidas, y esto no está en precio”.

La comunicación es clave, por tanto, para la experta porque siempre que un Banco Central tenga una comunicación adecuada, manejará mejor las expectativas “Tenemos ante nosotros la



A. Olea: “No es lógico pensar en tipos de interés del 4% o el 5% de otras épocas. En EE UU se quedarán en el 2% o 3% mientras en Europa costará llegar al 2%”

“En el sector inmobiliario, donde puede haber más recorrido es en socimis diversificadas, profesionales y que repartan casi todo en dividendos”

incógnita sobre la FED, sobre su nuevo presidente, sobre si empieza siendo o no continuista pero, también empezamos con un Banco Central que casi nos ha telegrafado lo que va a hacer. El BCE nos ha cantado lo que va a comprar, lo que va a reinvertir y sigue siendo apoyo durante buena parte del año, por lo menos hasta septiembre”. “A partir de ahí, puede entrar el vér-

J. Blanquer: “Si se dispara la inflación, habrá subida de tipos de interés, lo que influirá en las valoraciones no sólo en renta fija, sino también en renta variable”

“Llevo 22 años gestionando fondos y pocas veces he visto una burbuja de estas dimensiones. Sobre todo la que está generando el Banco Central Europeo”

tigo. Pero todos tenemos claro que los tipos van a ir al alza pero hay que dar con la tecla para saber cuándo y cuánto”.

Encima de la mesa de debate la renta fija que para alguno de los ponentes va a ser un reto en 2018. “Nosotros, lo que estamos haciendo”, señaló Eduardo Roque “es intentar tener flexibilidad, porque la realidad es que en los últimos años el estrechamiento del diferencial y por lo tanto la subida del precio de los bonos se ha producido en todos los sectores de la renta fija”.

Jacobo Blanquer, consejero delegado de Tesis Gestión SGIC habló de la mayor burbuja que se ha visto en los últimos tiempos. “Llevo 22 años gestionando fondos y pocas veces he visto una burbuja así. Sobre todo la que está creando el BCE. Para que se hagan una idea, emisiones de Gobierno hay 48 trillones en el mundo de los cuales ocho están en negativo. Es decir, que se está financiando a Estados a tipos negativos. Pero, lo más impresionante en el caso del BCE, es que sobre las emisiones netas, es decir, aquellas que emiten los Gobiernos contra aquellas que vencen, que amortizan, el BCE, con sus estímulos monetarios, está metiendo un dinero que supone siete veces las emisiones netas que existen en Europa. De tal manera que los tipos en Europa están totalmente adulterados y mientras el BCE siga comprando, nosotros en Tesis Gestión estaremos fuera”.

A tenor de lo dicho, parece más fácil ser gestor de renta variable que de renta fija, comentó Marian Fernández, responsable de Análisis Macroeconómicos de Andbank “Quiero llamar la atención sobre un aspecto. Igual que antes hablábamos de expectativas, una cosa es lo que esperemos y otro lo que el mercado ya tiene puesto en precio. Yo creo que hay que aprovechar rangos. La renta fija en periferia. Nosotros hemos sido muy jugadores en periferia pero, ahora, ya no está tan fácil. Portugal ya no tiene los tipos tan altos pero sigue ofreciendo ese diferencial de rentabilidad que puede ser interesan-

Pasa a página VIII



Viene de página VII

te. En Italia, si la cosa se pone complicada con las elecciones, puede haber oportunidad de entrar. Es decir, que hay que ser activos”.

En su opinión, hay que gestionar rangos, no se debe optar por posicionamientos absolutos sino más bien relativos. “Es difícil sobre todo porque vamos a tener más volatilidad que este año”.

En lo que se refiere a renta variable, muchas de las dinámicas positivas de crecimiento, incluso ese riesgo de inflación no le sienta tan mal a la renta variable como a la renta fija. “Tenemos incluso un impulso fiscal en Estados Unidos, también en Europa. Por ejemplo, Francia quiere bajar el impuesto de Sociedades, Alemania también tiene intención de activar estímulos fiscales, lo que significa que las empresas tienen un sustrato positivo o, por lo menos, soporte para los beneficios”, apuntó Marian Fernández para la que, en 2018, todavía se podría ganar dinero en renta variable.

Ángel Olea, director de Inversiones de Abante Asesores se mostró positivo sobre todo en el arranque del año ante la escasa posibilidad de una recesión económica. “Es verdad que la inflación en Estados Unidos puede hacer que suban los tipos más de lo que espera el mercado y tengamos algún susto o alguna corrección pero vemos bien la renta variable”.

“Es verdad que a la hora de analizar las distintas áreas geográficas, a EEUU lo vemos caro, aunque no hablo de burbuja. A doce meses vista, el mercado americano está cotizando casi dieciocho veces beneficios de los próximos doce meses, cuando en los últimos veinte años lo ha hecho a niveles de dieciséis. Lo más probable es que tengamos que acostumbrarnos a valoraciones relativamente altas mientras pensemos que los tipos de interés no van a normalizarse en el sentido en que se normalizaban hace 15 o 20 años”.

No será lógico pensar, para Olea, en tipos de interés del 4% o el 5% de otras épocas sino que en Estados Unidos pueden quedarse en el 2% o 3% mientras en Europa costará llegar a ese 2%, “si es que llegamos”.

Gestión activa

El experto señaló que una mezcla de gestión activa, de estar más sobreponderado en mercados razonablemente valorados respecto a la media de los últimos años, como son Europa, Japón y emergentes, sería su estrategia. “Nos cuesta relativamente poco, o no demasiado, cubrirnos de caídas fuertes en el mercado norteamericano en un porcentaje de la cartera. Eso es lo que hacemos con el mercado de EEUU que es lo que más nos preocupa. Aun así, la fortaleza de la Bolsa americana es espectacular”.

Eduardo Roque, director de Inversiones de Mutuactivos explicó, en este sentido, que aprecia una situación de dicotomía. “Igual que veíamos la economía muy bien y los activos caros, en renta variable vemos los fundamentales muy bien. La realidad es que los resultados empresariales están siendo especialmente buenos. En Estados Unidos tocaron máximos en 2014; en 2015 y 2016 empezaron a comportarse mal y la renta variable no caía. Este año están tocando otra vez niveles del 12% de subida en los resultados. En Europa están creciendo al 20% y en España más aún. Es decir, que están siendo muy positivos sobre todo en el Continente europeo en el que llevamos cinco años de decepciones”.

Esta es la parte positiva para



Eduardo Roque que señala, como la parte negativa, que todo esto ya está cotizado. Roque coincidió en lo dicho por Ángel Olea en gestión activa. “Desde el punto de vista geográfico yo creo que básicamente nada en Estados Unidos, muy concentrados en Europa, ahora algo más en España y tenemos todavía, y a pesar de lo bien que lo ha hecho, posiciones en Japón. En emergentes estábamos también posicionados pero hemos desinvertido en parte. Esta es, a grandes líneas, la distribución que tenemos en renta variable”.

Jacobo Blanquer hizo un cambio de matiz al explicar que, en Tesis, más que mirar al país, están atentos al sector, si hay crecimiento en ese sector y si lo hay en la compañía donde se va a invertir. “Si hay un crecimiento en el mundo más o menos sostenido, un crecimiento que está bastante bien distribuido, en este escenario, nosotros optamos por sectores más cíclicos. Por ejemplo, en el sector autos, sector que más sobreponderamos, por la zona que más apostamos es por Europa. Y lo hacemos porque Estados Unidos está en pico de ventas y Reino Unido también. Estamos también en el sector de aerolíneas, respecto al sector financiero pensamos que se debe invertir en él pero en la segunda parte del año y dentro de las financieras, confiamos más en las europeas que en las americanas que ya han subido bastante, sobre todo desde la llegada de Donald Trump”.

Pensando en lo que no es apetecible en la renta variable, Blanquer se refirió al sector de alimentación, tampoco las utilities, “porque están muy endeudadas”.

Marian Fernández comentó que, a diferencia de otros años en los que se manifestaban muy pro europeos frente a Estados Unidos, este año es interesante cubrir, “sobre todo pensando en el fin de año, y en este año tan extraordinario,

I. Sánchez: “El origen del Goldilocks, que se aplica a diferentes fenómenos, está en la historia de Ricitos de Oro, una niña muy traviesa que entró en casa de una familia de osos”

“Tenemos el reto, en esta segunda mesa, de seguir captando la atención del público algo que si atendemos al perfil de los ponentes doy absolutamente por conseguido”

cubrir en EEUU que es donde resulta más barato”.

Desde el punto de vista de fundamentales, la ponente no aprecia tanta diferencia entre una Bolsa y la otra. “Les podría quedar, a grandes rasgos, un 5% de subida a los dos”.

“Coincido totalmente con Eduardo en el relativo del IBEX donde, por cuestiones diversas, merecíamos, fácilmente, 800 puntos más de los que tenemos. De tal manera que sería un buen relativo frente a otros mercados. En Japón tendríamos algo.

Emergentes

Es curioso porque Japón se ha incorporado a las carteras a pesar de que había mucho descreimiento, sobre todo en política monetaria, pero las empresas lo están haciendo muy bien”. En emergentes no vale todo para la experta. “Brasil nos gusta mucho aunque hay elecciones el año que viene. No nos gusta México mientras seguimos siendo muy pro asiáticos”.

Resalto que, como habían

comentado otros ponentes de la mesa, ya no se trata tanto de apostar por una zona y por otra no apostar nada. “Hay que ver sectores, empresas y valores”.

Teniendo en cuenta todo lo que ha ocurrido en los últimos ocho años, años de crisis, de recesión, ¿hay que volver a contar con el sector financiero, hay que apostar de nuevo por él?

Eduardo Roque se refirió al cambio especialmente importante que ha habido en este sector. “En el último año en renta variable, Europa ha pasado de descontar el fin del mundo, básicamente en valoración, a descontar unos roes demasiado altos. Ni una cosa, ni la otra. Y aunque nosotros somos gestores muy micro, hablando en términos globales, el roe medio en Europa este año va a acabar aproximadamente en el 6% y para 2018 podría situarse en el 8%. Es lo que descuenta el mercado”.

Habló, en este punto del debate, de los tipos de interés y de una hipotética subida que Draghi enfrió con sus palabras. “Ese miedo que tenemos a que la inflación pueda aparecer y que el BCE sea un poquito más agresivo, levantando tipos o por lo menos haciendo una política monetaria no tan expansiva, en ese escenario, el sector financiero será uno de los ganadores en ese sentido, a los que mejor le puede venir esa subida de tipos”.

“Precisamente en financiero nuestro gestor de renta variable europea es un peso máximo, es su mayor apuesta para el año que viene, dijo Ángel Olea. “Es una apuesta arriesgada, es un sector muy cíclico. Él considera que lo que no está puesto en precio es una cierta normalización de tipos a dos o tres años, lo que considera un catalizador importante para que los beneficios de la banca puedan mejorar y que se les valore más, con unos roes más altos. Es decir, que consideramos a la banca como una opción muy interesante para los próximos años”.

A parte de los activos tradicionales, ¿dónde puede haber oportunidades de inversión? ¿en materias primas? ¿divisas?...¿Qué otras posibilidades hay?

Jacobo Blanquer señaló el oro como una alternativa que está dando buenos resultados. “Tener un porcentaje de los ahorros en oro, que es un bien limitado y que en ciertos momentos de tensión va a tener un buen comportamiento sobre todo en los años en los que tenemos que ver normalizarse los tipos, creo que es bueno”.

“Nosotros en materias primas no estamos especialmente positivos”, apuntó Marian Fernández, “en petróleo por encima de 55 dólares

no seríamos compradores y tampoco para el oro, sobre todo pensando en subidas de tipos de interés en Estados Unidos, porque no le quedaría mucho más margen”.

“En divisas, se trata de aprovechar momentos de estrés. A diferencia del mercado, nosotros somos un poco más positivos con el dólar de cómo está ahora y pensamos que hacía el rango 1,10 o 1,15 si podría irse. Lo mismo ocurre con la libra, teniendo en cuenta el tema del Brexit. Y para aquellos que se lo puedan permitir, los productos de inversión alternativa están captando mucho interés. El inmobiliario lleva un par de años haciéndolo extraordinariamente bien. En definitiva, una gestión activa en divisas, no mucha materia prima y algo de inversión alternativa, es una buena opción”.

Ángel Olea, en este sentido, se situó muy centrado en renta fija “porque en renta variable no tengo demasiado conocimiento. El dólar si nos gusta ya que está más o menos donde debería estar pero entendemos que ofrece protección en situaciones de riesgo percibido por los mercados. No nos extrañaría ver al petróleo en 60 o 70 dólares en los próximos años”.

Cartera ideal

Apuntó Olea que, en el sector inmobiliario, donde quizá pueda haber más recorrido es a través de una Socimi, “bien diversificada, profesional, que reparta casi todo en dividendos y que ha comprado activos a buenos precios en los últimos años”.

“Lo que estamos haciendo en nuestras carteras”, explicó Eduardo Roque, “es meter inflación americana, precisamente por todo lo que hemos estado hablando. En cuanto a materias primas, tenemos una parte significativa en petróleo, de gran volatilidad, de tal manera que la proporción tiene que ser baja. En los productos en los que nos lo podemos permitir, me estoy refiriendo a un fondo de inversión libre, tenemos una proporción importante en préstamos, con rentabilidades del 5% o el 6%”.

La cartera ideal para el año que viene sería para Jacobo Blanquer una cartera mixta, con un 60% en renta variable, en renta fija con duración muy baja, un 4% en minas de oro, algo de emergentes y mirando a Estados Unidos que tiene valores interesantes. Hay que mirar mucho la relación rentabilidad-riesgo”.

“El 60%, 40% que ha comentado Jacobo, está bien tirado”, señaló Marian Fernández que añadió que prefieren más la renta variable que la renta fija. “En ese 40% meteríamos mucho flotante, mucha gestión alternativa, exposición a través de crédito en emergentes. Y en renta variable peso relativamente equilibrado entre Europa y Estados Unidos”.

Ángel Olea se mostró también de acuerdo con el 60% y 40%. “De ese 60%, un 50% está en EEUU y el resto mitad Japón y mitad emergentes. En el 40%, tenemos más liquidez de la quisiéramos, algo de bonos subordinados y el resto son estrategias muy conservadoras”.

Eduardo Roque comentó que, en Mutuactivos, diferencian entre dos periodos muy distintos que hay que tener en cuenta a la hora de invertir. “Los momentos en los que hay que proteger el principal y el momento en el que hay que ganar capital y donde hay que apostar más fuerte. Ahora mismo las valoraciones no están para ese segundo escenario. De tal manera que tener porcentajes del 60% en renta variable nos parece apostar por demasiada volatilidad. Nosotros gestionamos un fondo con volatilidades mínimas de cero y máximas del 12%”.



“Invertir en un horizonte de crecimiento” fue el tema objeto de debate en las II Jornadas organizadas por EL NUEVO LUNES y Mutuactivos.