

Carta anual para co-inversores de SIH BrightGate Global Income Fund

*“It’s tough to make predictions, especially about the future”
Yogi Berra*

Nos gustaría empezar con un resumen rápido del fondo. El fondo cerró el 31 de diciembre de 2019 con un NAV de 113,8, lo que representa un retorno neto anual del 5,3%. El fondo se creó el 14 de octubre de 2013, y la rentabilidad anualizada desde inicio ha sido del 2,1%. El código ISIN del fondo es LU0942882589.

La filosofía del fondo es Buy & Hold con un mandato de inversión en crédito global con duraciones inferiores a 3. La cartera está relativamente concentrada, entre 50 y 55 posiciones, y recoge nuestras mejores ideas, que creemos ofrecen una rentabilidad ajustada por el riesgo más atractiva que el crédito medio que puede encontrarse en los mercados de High Yield (HY) de hoy en día. Aunque nos gusta mantener las posiciones tanto tiempo como podemos, nuestro fondo en este sentido no es un fondo Buy & Hold tradicional, en donde las posiciones se compran y se mantienen hasta vencimiento, sino que constantemente evaluamos las posiciones que tenemos en función del precio al que cotizan y la evolución de los fundamentales del negocio. En un entorno como el actual, de diferenciales crediticios estrechos y bajos tipos de interés, somos de la creencia de que las estrategias tradicionales Buy & Hold son malos candidatos para estar en la cartera de cualquier inversor, ya que las elevadas valoraciones hacen difícil la reinversión de los cupones, utilizándose los pagos de intereses en la compra de bonos cada vez más caros. Creemos que la correcta reinversión de los cupones es una importante, y muy a menudo poco apreciada, fuente de rentabilidad en el largo plazo; nuestros inversores pueden estar seguros de que una gran parte de nuestra atención está dedicada a dicha tarea.

Respecto a la política de cobertura de divisas, la cartera estaba cubierta completamente a cierre de año. Las únicas excepciones, que representan menos de un 3% del NAV, son dos bonos en Méjico (mismo emisor) en los que estamos expuestos a los movimientos de divisa pero que por otra parte nos dejan altos cupones como protección. No esperamos cambios en la política de cobertura de divisas para el 2020.

A continuación, haremos un repaso del año 2019, cómo vemos los mercados y cómo estamos posicionados de cara al 2020. Finalmente, en la carta de este año nos gustaría explicar en detalle el esquema teórico de beneficios empresariales que utilizamos a nivel interno. Dado que a largo plazo la mayor parte de la rentabilidad de la renta variable (y por ende de la renta fija, suponiendo unos diferenciales de rentabilidad entre ambas clases de activo estables a lo largo del tiempo) viene dado por la rentabilidad por dividendos más el crecimiento de las ganancias por acción,¹ tener un esquema teórico sólido que plasme la evolución de estas últimas en el medio plazo es fundamental para entender el nivel de las valoraciones y su sostenibilidad. Estamos convencidos de que nuestros inversores encontrarán novedoso y muy útil el esquema teórico que defendemos.

¹ Los cambios en los múltiplos de valoración, a pesar de ser el mayor determinante de los retornos a corto plazo, tienen un efecto que tiende a cero en el largo plazo.

2019 ha sido un año muy bueno no solo para la renta fija, sino para todas las clases de activo. El índice Bloomberg Barclays Global Credit IG, que es un buen reflejo del rendimiento del universo grado de inversión, ha cerrado el año con un rendimiento del 4,4% (en euros), mientras que el índice Barclays EM Hard Currency Aggregate TR, que representa la evolución del crédito de mercados emergentes, ha cerrado con 9,4%. Finalmente, nuestro comparable más cercano por tipo de activo, el índice Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return EUR Hedged, ha cerrado con un 9,9%. Las elevadas valoraciones que hemos venido presenciando en el universo de renta fija en los últimos años han propiciado que progresivamente muchos inversores que buscaban una rentabilidad por cupones estable hayan sido empujados a buscar la rentabilidad por dividendos de la renta variable de más alta calidad, inflando a su vez sus valoraciones. Aunque los inversores entienden bien el perfil tan desfavorable de las valoraciones de renta fija hoy en día (al fin y al cabo, sus rentabilidades son fáciles de verificar), creemos que hay un malentendido general sobre el perfil, también desfavorable, de las valoraciones de la renta variable. Dado que, a diferencia de la renta fija, los retornos en renta variable son implícitos en vez de explícitos,² la mayoría de los inversores actualmente asumen, de manera simplista y heroica, que la prima de riesgo por invertir en renta variable seguirá estando en línea con la historia – digamos, un 3-5% de diferencial. Sin embargo, la prima de riesgo en renta variable ha distado mucho de ser constante en el tiempo. Como detallaremos en el Apéndice y como explica John Hussman en uno de sus [últimos artículos](#), hay una probabilidad muy elevada de que la prima de riesgo para inversores con un horizonte temporal de una década sea actualmente negativa.

Por otra parte, como viene siendo recurrente en los últimos años, la disparidad de políticas monetarias entre el BCE y la FED ha resultado en que los costes de cobertura de divisa hayan seguido siendo elevados para los inversores cuya moneda base es el Euro (2%-2,5%, dependiendo del momento del año). Dicho fenómeno, que no esperamos que desaparezca en el corto plazo, ha presionado y seguirá presionando a la baja las rentabilidades del HY, haciendo que el margen de seguridad por invertir en créditos de baja calidad crediticia sea extremadamente bajo.

En lo referente a nuestro fondo, el rendimiento ha estado en línea con nuestro universo de comparables de corta duración, a pesar de haber tenido durante todo el año una posición media de caja del 20% sobre el patrimonio del fondo. A diferencia del año pasado en el que la rentabilidad del año fue penalizada por errores “de comisión” y de los que hemos aprendido, la cartera ha tenido en general un comportamiento positivo este año y no esperamos pérdidas de valor permanente en ninguno de nuestros créditos. A continuación, comentamos los aspectos del año que creemos más relevantes para nuestros inversores.

Nuestras posiciones en petróleo siguen representando, un año más tarde, el grueso de nuestra cartera. Aunque el precio del Brent ha subido aproximadamente un 25% durante el año, el rendimiento de nuestros créditos ha estado por debajo de nuestras expectativas: aunque tienen cupones atractivos, los precios de algunos de ellos no han recuperado las pérdidas del año pasado. En general, nuestras posiciones en el Mar del Norte han tenido buen comportamiento (Siccar y Enquest), las de Kurdistán se han comportado de manera estable, arrojando altos cupones y valoradas por encima de par (DNO y Gulf Keystone), nuestras posiciones en CRC y Athabasca han perdido algo de valor (más en el caso de la primera) y, finalmente, nuestra posición en Floatel, la única empresa de servicios que nos queda en la cartera, se ha visto fuertemente impactada por las malas condiciones del negocio durante el año, en los que no ha ganado ningún contrato relevante. Sin embargo, somos optimistas con la empresa y no hemos cambiado nuestra opinión respecto a ella. A la valoración actual de 40 a la que cotizan nuestros bonos *1st lien*, el EV de la compañía sería de \$160M (\$400M de nominal de los bonos, sin contar la caja de la compañía), dándonos acceso a cuatro plataformas de acomodación flotantes de última generación, más una quinta en la que estamos por detrás de la deuda bancaria, con largas vidas útiles (superiores a 30 años), la posibilidad de generar un EBITDA anual por plataforma de unos \$20-25M con fletes conservadores, una excelente conversión de caja (por encima del 60% respecto al EBITDA) dadas las limitadas necesidades de inversión de las plataformas, unos accionistas con vocación de permanencia (Oaktree y Keppel) y un sector que es el más consolidado de entre todos los relacionados con servicios de petróleo y que podría consolidarse aún más si se aprueba la fusión entre Floatel y su mayor competidor, Prosafe. En efecto, la empresa resultante controlaría más del 80% de todas las

² En renta fija la única variable que puede impactar la rentabilidad a futuro es la tasa de impagos, ya que el cupón y el vencimiento (con excepción de aquellos bonos en los que la opción de compra se ejecuta) se conocen.

plataformas de acomodación con licencia para operar en el Mar del Norte. Esperamos anuncios de nuevos contratos (aunque a fletes bajos) en los próximos meses, y creemos que la empresa no tendrá ningún problema de liquidez durante el 2020.

El comportamiento de nuestras posiciones oportunistas ha sido mixto. Mientras que los bonos de HC2 han tenido un comportamiento decepcionante a pesar de haber avanzado mucho a nivel operativo, nuestras preferentes de Fannie y Freddie (*GSEs*) se han revalorizado fuertemente durante el año (casi un 100%). Sin embargo, creemos que lo mejor está todavía por llegar. En los próximos seis meses deberíamos ver avances en varios frentes: en la aprobación de nuevos requisitos de capital para las *GSEs*, en la cancelación final del *net worth sweep* y en el cierre de un acuerdo con los preferentistas que posibilite a las empresas levantar capital más adelante. Nuestra posición en las *GSEs* es altamente atractiva no solamente por su interesante opcionalidad, sino por su descorrelación absoluta con el resto del mercado. Por último, nuestra posición en Thornburg no ha presentado ningún avance significativo durante el año, aunque recientes anuncios nos hacen ser optimistas y vislumbrar una resolución judicial (o un acuerdo entre las partes) en un año o año y medio.

Finalmente, y como anticipamos en la carta del año pasado, hemos ido incorporando progresivamente a nuestra cartera bonos convertibles. Los convertibles son una clase de activo en línea con la filosofía del fondo y en la que hemos encontrado oportunidades atractivas durante el año. En general, creemos que estructuralmente tiene sentido tener convertibles por dos razones. Primero, buscamos convertibles que presentan situaciones en las que el subyacente ha caído de manera pronunciada y el bono ha perdido el atractivo para los inversores que buscaban el potencial de revalorización sin querer estar invertidos en las acciones,³ ofreciendo créditos razonables con balances mejores que la media pero que están sobrevalorados temporalmente. Y segundo, también buscamos convertibles en los que creemos que la conversión es razonable de alcanzar y que presentan catalizadores específicos. En el primer segmento hemos adquirido durante este año los convertibles de Ence y Teekay Corp. En el segundo están nuestras posiciones en HC2, Polyus, EZCORP y Turning Point Brands.

Posicionamiento actual y año 2020

A cierre de 2019, el posicionamiento geográfico de nuestra cartera es 39% en Europa, 54% en EEUU y Canadá, y 7% en mercados emergentes. Aunque Europa es una geografía en la que tenemos un alto porcentaje invertido de nuestra cartera, no tenemos ningún bono en los países “tradicionales” (Francia, Alemania, Italia, etc.), que creemos que todavía, un año después, están absurdamente caros y que corregirán tarde o temprano. Nuestra exposición se limita a los países nórdicos, Reino Unido (en empresas de petróleo) y España. Respecto a los países emergentes, todo el ruido geopolítico del pasado año no se ha traducido en oportunidades atractivas de inversión. Un año después nos volvemos a encontrar valoraciones caras y perspectivas poco favorables. Nuestra exposición se ha reducido mucho, habiendo deshecho nuestras últimas posiciones en Turquía, Ucrania e Indonesia y estando en mínimos desde el lanzamiento del fondo. Nuestras últimas posiciones se concentran en LatAm, Moldavia y Georgia. Al igual que pensábamos a principios de 2019, creemos que durante el 2020 se presentarán oportunidades y no dudaremos, cuando eso ocurra, en asignar un porcentaje significativo de la cartera.

Los pesos de nuestra cartera por calificación crediticia son: grado de inversión 9,9%, grado especulativo (HY) 39,7% y sin calificación 50,5%.

A nivel sectorial, los principales pesos son: comunicaciones 7,3%, consumo cíclico 7,5%, consumo defensivo 3,8%, energía 21,9%, financieras 5%, industria 15,6% y materiales básicos 8,5%.

Después de la euforia vivida el año pasado, el 2020 se presenta de nuevo con valoraciones ajustadas en los mercados de HY y con posibilidades de que cualquier pequeña corrección pueda llevarse por delante la rentabilidad generada por cupones. En este entorno de bajos tipos y pésimos balances corporativos, los principales bloques que componen nuestra cartera son los siguientes:

³ Conocidos como *busted convertibles*, dado que se considera que la opción implícita está *out of the money* y ya no tiene ningún atractivo para los inversores que persiguen retornos en línea con la renta variable.

- Compañías de **petróleo** (18,5% de la cartera): créditos que nuestros inversores conocen bien y que no necesitan introducción. Creemos que: i) los fundamentales del sector por el lado de la oferta son muy buenos, ii) la creencia de que la demanda de petróleo caerá por los retos de la economía verde está injustificada y, iii) los diferenciales de rentabilidad frente al resto del universo HY siguen en niveles elevados, en máximos de tres años. Si bien es cierto que en un contexto de crisis económica estos créditos sufrirán, el sector de energía es ahora mismo el único sector del universo HY que ofrece una rentabilidad elevada asumiendo unos riesgos razonables.
- Bonos a **corto plazo** (17,2%): bonos (Ben Oldman Real Estate) y/o pagarés (Europac, America Movil) con vencimientos menores a dos años en los que el riesgo crediticio es muy bajo y que nos permitirán rotar la cartera sin pérdidas en caso de que el mercado nos vuelva a ofrecer mejores oportunidades de inversión.
- **Convertibles** (15,2%): nuestras posiciones actuales son Ence, EZCORP, HC2, Polyus, Teekay Corp. y Turning Point Brands. Seguimos monitorizando oportunidades en este segmento y tenemos un par de potenciales candidatos cuando su precio sea el adecuado.
- Compañías **descorrelacionadas del ciclo económico** (12%): por último, mantenemos posiciones en modelos de negocio que pueden ser interesantes en momentos de tensión en los mercados. Tenemos una posición de 7,1% en empresas relacionadas con la minería de oro y un 2,9% en títulos completamente descorrelacionados del ciclo económico (nuestras posiciones en Thornburg y las GSEs). Adicionalmente, hemos incorporado recientemente una posición de 2% en los convertibles de EZCORP, empresa estadounidense dedicada a las casas de empeño, un negocio con altas rentabilidades sobre el capital invertido y que, además, depende crucialmente del precio del oro y de las alternativas de financiación al alcance de los consumidores.

En resumen, el fondo tiene un YTW, neto de cobertura de divisas, del 5,6%. Tenemos una posición del 12,8% en caja y una duración de 1,8. Creemos que estas métricas nos permitirán obtener un rendimiento superior a nuestros competidores en 2020 y al mismo tiempo dotarnos de la suficiente flexibilidad para las posibles oportunidades que puedan surgir a lo largo del año.

Nos gustaría concluir agradeciéndoles la confianza depositada en nosotros. Solo esperamos que los resultados futuros sigan manteniendo como hasta la fecha dicha confianza.

Apéndice. La ecuación de beneficios Levy-Kalecki, la situación de los beneficios corporativos estadounidenses y los retornos bursátiles para los próximos diez años

El debate de las actuales valoraciones bursátiles está más candente que nunca. A pesar de que el S&P500 ha cerrado un año extraordinario en cuanto a retornos, la mayor parte ha venido dada por la expansión de las valoraciones, más que a través de un crecimiento de los beneficios. Dado que los múltiplos se encuentran en uno de los puntos más elevados del último siglo y que históricamente elevadas valoraciones han supuesto bajos rendimientos a futuro, la pregunta es cuánto puede esperar obtener un inversor que invierta hoy en el S&P500 (y reinvierta los dividendos) a un período de, digamos, diez años.

Aunque a una década la rentabilidad derivada por el cambio en los múltiplos de valoración sigue siendo importante, su importancia se diluye notablemente respecto a períodos más cortos, pasando a ser la rentabilidad por dividendos y el crecimiento de los beneficios por acción los principales determinantes de la rentabilidad de la renta variable en el largo plazo.⁴

La rentabilidad por dividendo es el factor más fácil sobre el que emitir un juicio, ya que es una variable observable. A enero de 2020, la rentabilidad por dividendos del S&P500 era del 1,8%. Emitir una opinión sobre el crecimiento de los beneficios por acción, sin embargo, entraña muchas más dificultades. No solo hay que hacer conjeturas sobre el crecimiento más probable de los beneficios durante la década siguiente, sino que también hay que aventurar el nivel de recompras de acciones que llevarán a cabo las empresas y, no solo eso, a qué precio las harán - ya que, aunque recomprar acciones por encima del valor intrínseco de las mismas reduce el número de acciones en circulación, el efecto final es que destruye rentabilidad para los accionistas. Incluso aun asumiendo que las recompras son inmateriales o que ni generan ni destruyen rentabilidad, hacer conjeturas razonables “solo” para la evolución de los beneficios totales es una tarea formidable.⁵ ¿Hay algún modo de que nuestras conjeturas al respecto sean algo más acertadas?

El *modus operandi* de Wall Street para responder a la pregunta anterior consiste en hacer un simple análisis *bottom-up*: sumando los beneficios esperados de cada una de las empresas, llegan a una cifra agregada que piensan que es la mejor estimación, ya que es la media de todos los analistas que cubren sus respectivas empresas – *the wisdom of crowds*. El método, además de sufrir del sesgo optimista de los analistas sobre cada una de sus empresas y de sumar dichos sesgos hasta alcanzar una magnitud agregada, sufre también de un problema lógico conocido como “falacia de composición”, que es cuando el conjunto de un sistema es muy diferente a la suma de sus componentes individuales. Por ejemplo, las ventas de bienes de equipo de una empresa a sus clientes pueden suponer beneficios para la primera, pero no un coste para la segunda (ya que los amortizará gradualmente durante un período de tiempo determinado). O un aumento de los salarios en una empresa en concreto puede suponer un mayor coste para ella, pero dichos salarios representan poder de compra y beneficios potenciales para empresas operando en otro sector. Y así sucesivamente. La pregunta es, ¿hay algún método que nos permita *consolidar* todas estas transacciones hasta poder agruparlas en unos pocos conceptos agregados que nos faciliten entender qué ocurre a nivel macroeconómico?

La respuesta es afirmativa, y vino de manera independiente de dos economistas, uno estadounidense y el otro polaco, en la década de 1920 y 1930, respectivamente. El primero se llamaba Jerome Levy y el segundo Michał Kalecki.⁶ Kalecki, que fue uno de los primeros economistas en trabajar con los conceptos de la contabilidad nacional (que se inventó por aquella época), llegó a la “ecuación de los beneficios” de una manera muy elegante y sencilla.

⁴ La rentabilidad de una acción se puede descomponer como la suma de la rentabilidad por dividendos, el crecimiento de los beneficios por acción y el cambio en el múltiplo de valoración.

⁵ En realidad, hay abundante evidencia histórica que muestra que durante las partes del ciclo con valoraciones más elevadas el nivel de recompras de acciones es mayor, y viceversa, cuando las valoraciones están más deprimidas el volumen de emisión de nuevas acciones es mayor. Es decir, el efecto de las recompras de acciones sobre la rentabilidad a largo plazo difícilmente puede ser positivo.

⁶ Debido a su sencillez, a partir de ahora seguiremos la exposición de Kalecki, pero Jerome Levy fue el primero en llegar a la ecuación de los beneficios de manera independiente. Hoy en día, su nieto, David Levy, continúa los pasos de su abuelo al frente de su empresa, *The Jerome Levy Forecasting Center*, en donde hacen no solo análisis macroeconómicos de la economía estadounidense, sino también del resto del mundo. Para una explicación detallada de la ecuación de los beneficios por David, consultar su detallada explicación en su artículo [Where Profits Come From](#).

Si partimos de la identidad básica del PIB, y suponemos una economía sin comercio exterior, sin gobierno (supuestos que ahora liberaremos) y con dos clases de hogares, capitalistas (que ahorran una parte) y trabajadores (que no ahorran nada de sus salarios), la identidad contable del PIB por el lado de las rentas y por el lado de los gastos es:

$$\text{Salarios} + \text{Beneficios} = \text{Consumo capitalista} + \text{Consumo trabajadores} + \text{Inversión}$$

Y como hemos supuesto que los trabajadores no ahorran (el salario es igual al consumo de los trabajadores), la anterior ecuación se reduce a:

$$\text{Beneficios} = \text{Inversión} + \text{Consumo capitalista}$$

Ahora bien, la anterior ecuación es una identidad contable, un truismo lógico que siempre se satisface, pero que no nos permite determinar la causalidad de la ecuación (¿es la inversión y el consumo capitalista lo que determina el volumen de beneficios o es a la inversa?). Acostumbrados a pensar a nivel microeconómico, tenderíamos a concluir que si no se obtienen beneficios no hay inversión posible, pero a nivel macroeconómico no es así. Como brillantemente explica Kalecki:

*“La respuesta a esta pregunta depende de cuál de estos dos factores está directamente sujeto a las decisiones de los capitalistas. Ahora bien, está claro que los capitalistas pueden decidir invertir y consumir más en un período dado de tiempo que en el anterior, pero no pueden decidir el ganar más. Por lo tanto, sus decisiones sobre inversión y consumo determinan las ganancias, y no a la inversa”.*⁷

Si ahora liberamos los anteriores supuestos e introducimos un gobierno, un sector exterior, una división por sectores institucionales (hogares, empresas y gobierno) en vez de ahorradores (capitalistas y trabajadores) y la posibilidad de que los hogares ahorren, la ecuación nos queda:

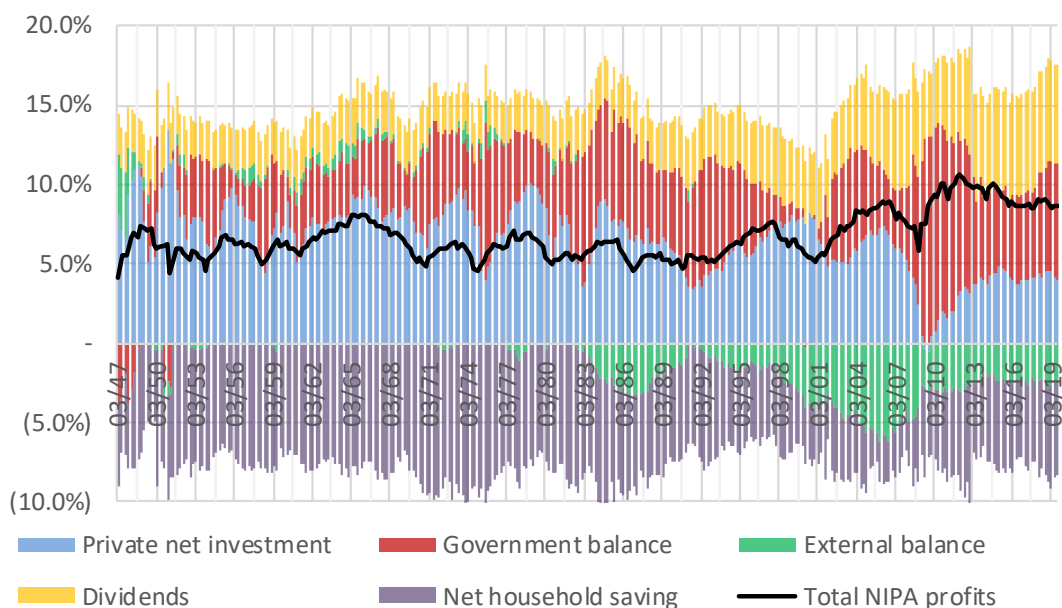
$$\text{Beneficios} = \text{Inversión} + \text{Dividendos} + \text{Déficit gobierno} - \text{Déficit cuenta corriente} - \text{Ahorro de los hogares}$$

La anterior ecuación tiene tres ventajas respecto a los esquemas *bottom-up* utilizados por la mayoría de los analistas. La primera, es que nos ayuda a entender la procedencia de los beneficios corporativos a nivel macroeconómico, enseñándonos si es sostenible, y lo más importante, si es coherente con el comportamiento del resto de las variables macroeconómicas. Segundo, es una ecuación que utiliza partidas de los sistemas de contabilidad nacional modernos, y por lo tanto de aplicación directa. Y tercero, las partidas de la contabilidad nacional son series homogéneas que abarcan largos períodos de tiempo y que nos permiten extraer conclusiones del pasado y verlas a la luz de la experiencia actual.

Si aplicamos la ecuación de beneficios de Levy-Kalecki a la economía estadounidense, este es el gráfico resultante:

⁷ Kalecki, M. (1956), *Teoría de la Dinámica Económica: Ensayo Sobre los Movimientos Cíclicos y a Largo Plazo de la Economía Capitalista*, Fondo de Cultura Económica, p.47.

Gráfico 1: Ecuación Levy-Kalecki (beneficios NIPA contabilidad nacional), Estados Unidos, 1Q'47-3Q'19, como % del PIB



Fuente: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

Como se puede ver en el Gráfico 1, los beneficios corporativos han fluctuado históricamente entre el 5% y el 10% del PIB, y sin ninguna tendencia clara a largo plazo.⁸ Lo más reseñable es que los beneficios (como porcentaje del PIB) de la última década han estado por encima de la media histórica, habiendo sido de media el 9,7% desde el tercer trimestre del 2008 frente al 6,4% del período 1947-2008.

El Gráfico 1 también nos enseña cómo de diferente ha sido la generación de beneficios a lo largo del tiempo. Durante lo que se conocen como los “años dorados” del capitalismo (décadas de 1950 y 1960), los beneficios se generaron a través de la inversión neta del sector privado (empresas y hogares) y por los cada vez mayores déficits gubernamentales, mientras que un elevado ahorro de los hogares fue el mayor detractor. Desde la caída de Bretton Woods a principios de 1970 y como consecuencia de la posición permanente de Estados Unidos como deudor frente al resto del mundo, los déficits exteriores en la cuenta corriente han supuesto una penalización para los beneficios estadounidenses.

Los beneficios como proporción del PIB alcanzaron un máximo histórico en la estela de la crisis inmobiliaria del 2008, gracias a los elevados déficits gubernamentales. Desde entonces, han seguido soportados por dichos déficits (en los últimos años, más concretamente, por el recorte impositivo de la administración Trump), menores ahorros de los hogares y un elevado volumen de dividendos – que son consumidos en parte por los hogares y vuelven como ingresos a las empresas.⁹ Finalmente, a pesar de vivir en la economía de la innovación y de necesitar teóricamente una base de capital cada vez más joven dada la obsolescencia tecnológica, los volúmenes de inversión neta han sido bajos durante la última década, no habiendo superado en ningún momento el 5% del PIB – lo que ha supuesto que el *stock* de capital de la economía haya envejecido durante la última década. Aunque desde un punto de vista microeconómico la filosofía de *downsize and distribute* de las últimas tres

⁸ Los beneficios corporativos no incluyen las “rentas mixtas”, que proceden de negocios que no tienen la forma de una corporación (por ejemplo, negocios de un solo propietario o *partnerships*). Dado que en estos negocios es difícil la separación del valor añadido entre rentas del trabajo y rentas del capital, las rentas mixtas son una partida diferente a la de los salarios y a la de los beneficios corporativos en la contabilidad nacional.

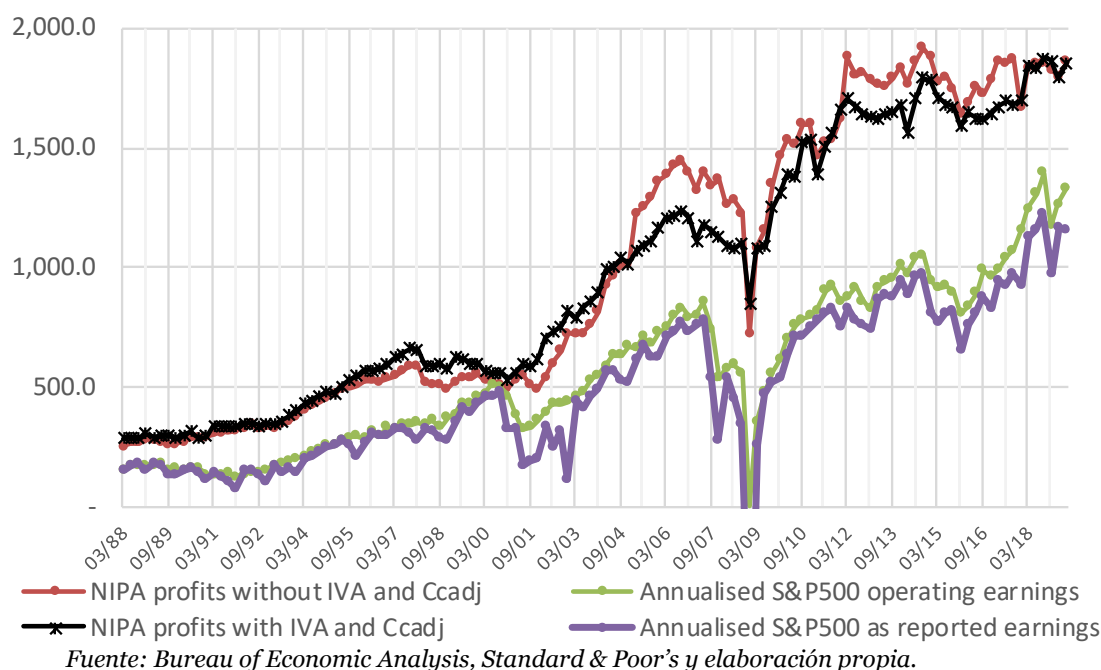
⁹ Como muestra el gráfico, el mejor comportamiento de la balanza de pagos ha supuesto un incremento de la participación de los beneficios en el PIB de aproximadamente el 3% durante la última década. Aunque no se puede apreciar en el gráfico, la mejora ha venido casi exclusivamente dada por la mejora en la balanza energética como consecuencia del *fracking*, habiendo alcanzado Estados Unidos por primera vez en mucho tiempo un saldo (importaciones menos exportaciones) nulo. Aunque uno podría prematuramente concluir desde un punto de vista sectorial que las empresas de *fracking* han generado beneficios negativos y que por lo tanto su aportación a los beneficios estadounidenses es negativa, sus efectos al conjunto de los beneficios van más allá, como por ejemplo a través del pago de (elevados) salarios que tienden a consumirse a nivel nacional o a través de la inversión en maquinaria, ya que ambos conceptos son beneficios para empresas de otros sectores. Este es un ejemplo excelente de cómo una perspectiva macroeconómica ofrece un entendimiento superior al de los tradicionales y estrechos esquemas *bottom-up*.

décadas (recomprar acciones y no invertir a largo plazo, tan criticada por personalidades como [Larry Fink](#) o [James Montier](#)) puede tener sentido para los accionistas de (algunas de) las empresas individuales en cuestión, a nivel macroeconómico la falta de inversión ha penalizado la generación de beneficios del sector corporativo estadounidense en su conjunto.

Desde este punto de vista de largo plazo, el nivel actual de los beneficios respecto al PIB es razonable y con poco recorrido al alza. Si uno espera que los beneficios mantengan esta proporción, entonces el crecimiento que uno debería esperar de los beneficios es el crecimiento del PIB. Aunque es fútil aventurar cuánto crecerá el PIB a futuro, dado el momento del ciclo en el que estamos es razonable pensar que crecerá en términos reales entre el 1% y el 2%, con lo que nuestra mejor estimación del crecimiento de los beneficios a futuro (en términos reales) está entre un 1% y un 2%.

Las series de beneficios corporativos que hemos utilizado de la contabilidad nacional no son, obviamente, los beneficios obtenidos por las empresas del S&P500, ya que recogen los beneficios obtenidos por todas las empresas de la economía y no solo los de los quinientos integrantes del índice. Ya que estamos interesados en hacer una estimación de los retornos que dará el S&P500 en la próxima década, lo natural es preguntarse cuán diferentes son ambas series de beneficios. En el siguiente gráfico se puede observar la comparación, en dólares, de los beneficios NIPA frente a los beneficios reportados por las empresas del S&P500:¹⁰

Gráfico 2: Beneficios NIPA vs. ganancias operativas S&P500, Estados Unidos, 1Q'88-3Q'19, en miles de millones

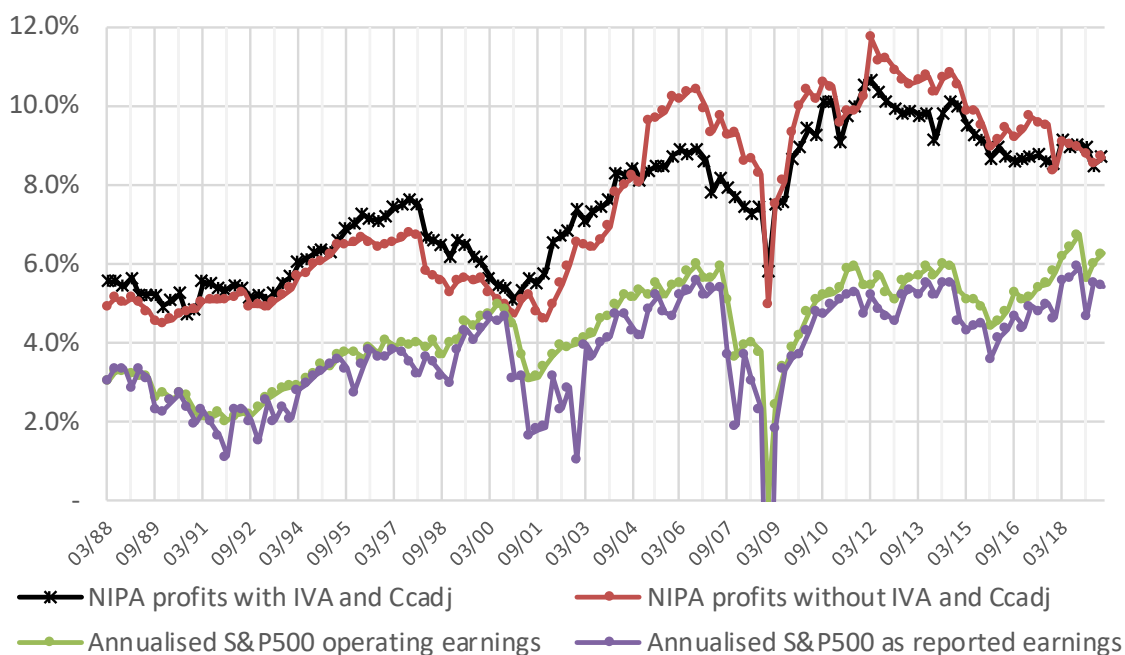


Como se puede comprobar, mientras que los beneficios de todo el sector corporativo americano se han mantenido aproximadamente constantes durante los últimos seis años (en el entorno de los 1,8 billones de dólares), los beneficios del S&P500 (tanto los reportados como los operativos)¹¹ han pasado de 1 billón a 1,4 billones en el tercer trimestre del 2019, representando un aumento del 40%. El siguiente gráfico muestra la misma información, pero comparando ambas series en relación con el PIB:

¹⁰ La mayor diferencia entre los beneficios NIPA de la contabilidad nacional y los beneficios del S&P500 es que los primeros son beneficios obtenidos por empresas cuya actividad se desarrolla en Estados Unidos mientras que los segundos son los beneficios obtenidos por empresas que suelen tener operaciones internacionales. Para entender el resto de las diferencias, consultar Hodge, A. (2011), [Comparing NIPA Profits with S&P 500 Profits](#), Bureau of Economic Analysis.

¹¹ Standard and Poor's ofrece series históricas de tanto los beneficios reportados por las empresas de acuerdo con las normas GAAP (excluyendo los beneficios por operaciones discontinuadas), como los beneficios operativos, un concepto no GAAP en el que las empresas tienen discrecionalidad a la hora de quitar partidas transitorias. Como es de esperar, dicha discrecionalidad siempre actúa en una misma dirección, con el resultado de que los beneficios operativos son más elevados que los beneficios reportados.

Gráfico 3: Beneficios NIPA vs. ganancias operativas S&P500, Estados Unidos, 1Q'88-3Q'19, como % del PIB



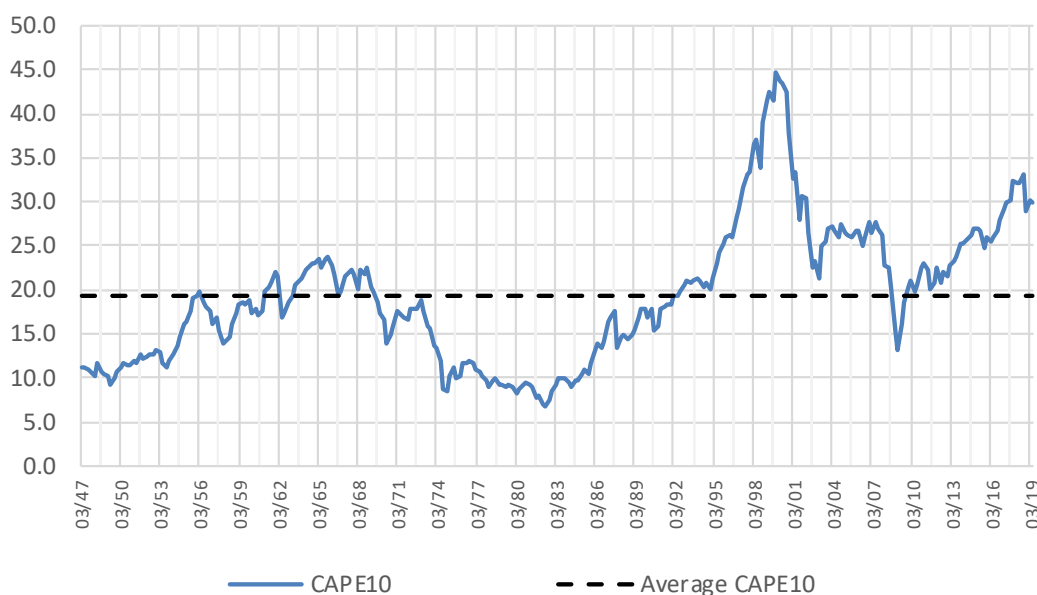
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Standard & Poor's y elaboración propia.

Se ve claramente cómo, durante el último ciclo económico, los beneficios del S&P500 han ido ganando cada vez más peso en los beneficios totales de la economía americana. Una gran parte de este fenómeno ha sido la bien documentada dinámica de concentración sectorial que ha ocurrido en los últimos años.¹² Pero otra gran parte son diferencias en cómo se hace la contabilidad, siendo la contabilidad de las empresas del S&P500 más optimista que la de los contables nacionales. A finales de la década de los 90, en plena efervescencia *.com*, los beneficios reportados por los integrantes del S&P500 aumentaron mientras que los beneficios agregados se redujeron tras haber tocado techo en 1995-97 (de hecho, de acuerdo a la contabilidad de las empresas del S&P500 sus beneficios eran iguales que los de la economía en su conjunto!). Pero puesto que los beneficios agregados están dados por consideraciones estrictamente macroeconómicas como hemos visto anteriormente, los beneficios del S&P500 tienen un techo por encima del cual no pueden crecer. Es decir, una conjetura razonable es asumir que los beneficios del S&P500 crecerán en línea con los beneficios NIPA durante la próxima década, que a su vez (si la participación de los beneficios se mantiene constante respecto al PIB) crecerán en línea con el PIB – entre un 1% y un 2% (en términos reales).

Finalmente, el último componente que nos queda para nuestra estimación de los rendimientos bursátiles son los cambios en los múltiplos de valoración. Como mencionábamos al principio del Apéndice, los cambios de valoración son los más impredecibles y los que más impacto tienen a corto plazo. Sin embargo, a largo plazo su importancia se diluye progresivamente. Para obtener algo de perspectiva, el siguiente gráfico muestra la evolución de uno de los indicadores más seguidos, el CAPE10 de Shiller, desde el final de la Segunda Guerra Mundial, así como su media histórica desde entonces:

¹² Para un relato interesante del proceso de concentración, ver Tepper, J & Hearn, D. (2018), *The Myth of Capitalism: Monopolies and the Death of Competition*.

Gráfico 4: Cyclical Adjusted Price-Earnings (CAPE) Ratio, S&P500, 1Q'47-3Q'19, en relación a la media de las ganancias de los diez últimos años



Fuente: Página web de Robert Shiller y elaboración propia.

Como se puede apreciar, el gráfico muestra que las valoraciones no han estado tan caras desde el final de la Segunda Guerra Mundial – con excepción de la burbuja .com, en donde por otra parte las elevadas valoraciones estuvieron más confinadas a un segmento del mercado. Una corrección de, digamos, a un múltiplo de 25x, todavía por encima de la media histórica (que creemos razonable, ya que pensamos que las valoraciones estarán a futuro en niveles por encima de su media histórica, por razones que explicaremos en otra carta), supondría una caída del 16,6%, o 1,8% de manera anualizada. Una reversión a un múltiplo de 20x supondría una caída del 33% (o 4% aproximadamente de manera anualizada). La anterior aritmética no tiene en cuenta, por supuesto, lo bruscos que suelen ser los cambios en los múltiplos, teniendo una influencia mucho más desproporcionada si el inversor tiene un período inversor más corto – de, digamos, siete años.

Si finalmente recopilamos en una tabla todo el análisis, nuestras mejores “conjeturas” de los retornos del S&P500, y su diferencial respecto a la renta fija gubernamental, son las siguientes:

Tabla 1: Resumen escenarios rentabilidad futura S&P500, a diez años vista, en relación a los bonos gubernamentales a 10 años

	Media histórica (CAPE10 20x)	"New Normal" (CAPE10 25x)	Múltiplo constante (CAPE10 30x)
Rentabilidad por dividendo (a 13/01/20)	1.8%	1.8%	1.8%
Crecimiento ganancias por acción	1.5%	1.5%	1.5%
Cambios en CAPE10	(4.0%)	(1.8%)	-
Rentabilidad anualizada S&P500, en términos reales	(0.7%)	1.5%	3.3%
Inflación	2.0%	2.0%	2.0%
Rentabilidad anualizada S&P500, en términos nominales	1.3%	3.5%	5.3%
YTW 10Y bono gobierno US (a 13/01/20)	1.8%	1.8%	1.8%
Equity risk premium	(0.5%)	1.6%	3.4%

Aunque no somos tan pesimistas como el artículo de John Hussman que mencionábamos en la introducción respecto a la posibilidad de que la prima de riesgo sea negativa, sí que hay una probabilidad razonable de que finalmente así ocurra. En cualquier caso, está muy por debajo de la historia, sugiriendo que en términos relativos las valoraciones de renta variable son también extremadamente elevadas.

Resumiendo:

- La ecuación de beneficios Levy-Kalecki permite un mejor entendimiento del comportamiento de los beneficios corporativos que los tradicionales análisis *bottom-up*. A nivel macroeconómico, los beneficios no están dados por la eficiencia en costes o el cambio tecnológico, por poner unos ejemplos, sino por cinco variables macroeconómicas bien definidas que permiten entender de manera orgánica el comportamiento de los beneficios en relación con el resto de la economía.
- Los beneficios estadounidenses, en proporción al PIB, han estado en niveles históricamente elevados durante la última década, a pesar del débil comportamiento de la inversión. Dado que actualmente están en el 8%, lo más razonable de asumir a futuro es un crecimiento en línea con el PIB, o un rango del 1%-2% en términos reales.
- Los beneficios del S&P500 han crecido en los últimos años a un ritmo superior al de los beneficios agregados, sugiriendo que la concentración empresarial ha aumentado mucho en los últimos años. Dado que los beneficios del S&P500 no pueden ser superiores a los beneficios agregados y que estos últimos están dados por variables macroeconómicas, lo más razonable de suponer es que los beneficios del S&P500 crecerán al mismo ritmo que los beneficios agregados – entre un 1% y un 2% en términos reales.
- Dada la rentabilidad por dividendo actual del S&P500 del 1,8%, y sin tener en cuenta los cambios en valoraciones, las rentabilidades reales esperadas a una década del S&P500 estarán entre un 2,8% y un 3,8%. Si asumimos una reversión de las series históricas del CAPE10 a un nivel de 20x, los rendimientos anualizados (reales) caen a un -0,7%; para un nivel de 25x, los rendimientos anualizados serían de un 1,5%.

Llegados a este punto, es difícil ver ningún mérito en el aforismo que Keynes empleó para definir los incentivos de los participantes de los mercados, de que “la sabiduría mundana nos enseña que es mejor para la reputación fracasar de manera convencional que triunfar de manera poco convencional”. En nuestra opinión, cuando las probabilidades de cualquier apuesta están tan en contra, las rutas no convencionales son las únicas que tienen sentido.

Jacobo Arteaga
Portfolio Manager

Javier López Bernardo, Ph.D., CFA
Portfolio Manager

BrightGate Capital

■ Equipo ■ Gestión ■ Distribución ■ Advisory ■ Legal ■ Comunicación ■ Contacto