

**Centro de Investigación Aplicada en Finanzas, EGADE.**  
**Documento de Investigación:**  
**Los Mercados en 2020**

Jorge A. Martínez-González, CFA  
Director

## Conspicua recuperación en 2020, frente a un huracán collage de riesgos



### Nota Editorial.

Mucho más hacia adentro que desde afuera, vivimos en México una incómoda anticipación respecto del escenario que jugará hacia el 2020 y aún más allá, en un giro que lejos de ser inédito, si es importuno. El sentimiento es semejante a una casa que estrena padrastro –y que se perfila villano– y que está, además, asentada en un barrio azotado por torbellinos diversos, pues la economía global e incluso, el marco sociocultural y geopolítico, viven una vorágine de transiciones que, como ese lento tren llegando en la canción de Dylan, afectará eventualmente a todos en todo, a mansalva, apareciendo de pronto a la puerta, un lunes cualquiera por la tarde.

Cuatro de estas transiciones son patentes en la actualidad -no que sean nuevas, pero si marciales- **La automatización** es la primera (medida por el número de robots en la industria) y sus efectos, han sido ya y serán de continuo altamente disruptivos para el empleo, la productividad y la derrama en todos los subsectores que le rodean, como el de tecnología digital, las manufacturas y el software. La segunda es **la demografía** (la natalidad en particular), una corriente que inunda lentamente y que va presentando año con año su inventario de cicatrices (como Japón, China, las economías de Europa entre otras), y que recibimos con modorra y hastío conyugal, pero que a tranco firme irá arrollándolo todo: El PIB potencial, las tasas de interés, la inversión, los retornos de bolsa, la inflación

y sí, con la parsimonia propia del tonelaje, llegará a las puertas de México también, rajando el famoso bono demográfico que aún tenemos, que hace cumbre en menos de un lustro.

La tercera es el ciclón en los mercados de oferta y de demanda que traen **las capas generacionales**, es decir, la de los *B-boomers* a los Gen-X, de éstos a los *Millenials* y de ahí a los Gen-Z's. Su preferencia por el viento, ese carácter de nube en tránsito en sus contratos con todo; su infinita galería de anárquicos *apps* y su grito descarnado: ¡Mi Reino por un Terabyte! Desde la industria del *retail*, hasta el sistema financiero, los bienes raíces y el *gig economy*, esta transición será todavía más disruptiva, pues los efectos se empiezan a sentir apenas, también porque los primeros *millenials* están en su mediana, por cumplir los 35, edad en la que se define por ejemplo, la filosofía de inversión y ahorro en las familias.

El último es el más difícil de entender y de definir, pero todos vemos a diario sus embrujos: El sentimiento de **abuso de las cúpulas hacia las masas**. Esta es la transición más dolorosa, para todas las partes involucradas y la que promete los efectos más duraderos y mas profundos dentro de los cortes de piel social. En Chile, por ejemplo, se manifiesta como un descostre de heridas color sepia, aquéllas que dos generaciones atrás de gendarmes con escuela de armas, laceraron sobre un pueblo que empalma, como torrijas de pan, los atropellos del socialismo de Allende, la severa dictadura de Pinochet y los treinta años de extrema disciplina tecnocrática de una izquierda centralista. Ellos, y sus vecinos Colombia, Ecuador y otros, arañan la historia para sangrar más.

El mundo entero sufre peroratas con la misma directriz, en una aparente resurrección del espíritu del '68. Fenómenos muy visibles como Brexit y Trump solamente confirman la causa y para nosotros los mexicanos, es AMLO el que tiene secuestrado -con una narrativa inmarcesible- el apoyo eufórico de esa tarta de mil hojas que es la población de México. A un hombre con la longanimidad electoral de Abraham Lincoln, la fachada de una vida impoluta, el aire ausente de quien mira al mar, esa pátina cenicienta con la que vende a voz cansina, una izquierda de realismo ramplón, repasando entre sus dedos un manoseado rosario de cien proyectos, que avienta en cara a la "gente de copete y carruaje"<sup>1</sup>, con mohín burlón, cada que toma el estrado, será casi imposible derrotar -su aprobación sigue por encima de los 70 puntos-.

Pero así como amurallado es el personaje, corroído es el modelo económico, que terminará por vencerse al peso de los ingresos -o la falta de-, como pudo ver el Presidente hace unos días en su visita a Morelos. Este primer año hemos venido observando como su lucha contra la corrupción es sólo una fachada y con nuestro piso bien firme (la exportación de manufacturas a EEUU bajo la firma del T-MEC), libraremos quizás las restrictivas políticas en lo fiscal, las altas tasas de interés y los recortes en la inversión pública, logrando la confianza requerida para la inversión privada, de un grito de guerra propio que nos suba desde los pies, como en otras épocas lo hemos hecho.

### **México: Favorecido por el norte, subyugado por el sur.**

- En México tenemos una **perspectiva moderadamente más optimista** que el año pasado - un PIB creciendo entre 0.3% y 0.9%- , lo cual no es mucho, ya que el PIB habrá crecido en torno al 0% el 2019<sup>2</sup>, pero, nos sustentan tres factores: La famosa curva de aprendizaje de un primer año de gobierno, para un partido nuevo, ha pasado ya y solo por récord histórico, habría mejores oportunidades en este, de que el gasto e inversión gubernamentales -por menores que sean- escurra con mejor efusión por todos los canales que conectan el sistema

---

<sup>1</sup> Como dijera en sus escritos la novelista Isabel Allende.

<sup>2</sup> En 2018 crecimos un 2% en el PIB mexicano y 2.7% promedio de 2011 a 2018.

político mexicano, a las dependencias de todos los niveles de presupuesto y de ahí, a la población y la industria.

- En segundo lugar, **los factores** que se mencionan en el presente reporte -en las secciones que siguen-, presentan una economía global con bajas tasas (que seguramente imitará Banxico, hasta llegar quizás a 6.5%), recuperación de las manufacturas y una economía americana que puede crecer otra vez por al menos otros 18 meses, lo cual derramará también sobre el sector externo mexicano.
- En cuanto a los **drivers de la demanda**, la economía camina con el traqueteo de una lavadora vieja, presentando el consumo privado un pálido crecimiento yoy del 1% a septiembre<sup>3</sup>. El gasto de gobierno cae a 1.8% yoy enero a noviembre y la exportación no petrolera es la única pierna que crece a 3.6% en el mismo período.
- **La inversión** es el componente que más sufre, pues es el que más depende también de la confianza, que está fuertemente minada por la dirección que va tomando la administración pública (sus desincentivos en lo fiscal, sus modos caseros, sus desatinos con el aeropuerto y otros episodios de la misma categoría). La actividad industrial de la construcción se comporta aun negativamente, pero la inversión en construcción parece haber tocado su piso en octubre. La vivienda va dando muestras de cierta recuperación también.
- En cuanto a las **fuentes de flujos internacionales**, tanto el turismo como las remesas tienen un *driver* poderoso y bien comportado en 2019, así como lo será muy seguramente en el 2020, que es la economía americana, por ello, se registran máximos históricos en remesas acumulados once meses a noviembre con crecimientos yoy de 7.4% en dólares. El turismo no obstante, aunque también registra un crecimiento de 10.5% acumulado para los primeros diez meses del año en dólares, tiene un *driver* nocivo que es la seguridad nacional, que se deteriora mes a mes, en una tendencia que, a indulgencias plenarias, continuara en deterioro.
- **La inversión extranjera** decrece a pesar de todo, apenas un 4% acumulado los primeros nueve meses de 2019, con las nuevas inversiones quedando prácticamente a 0% y la reinversión de utilidades avanzando un 16% anual; la degradación del UMS no ayudó.
- Dentro de los riesgos, además de los mencionados implícitamente por el modelo económico del presidente López y su agenda -y la de sus acólitos- en lo político y legislativo, **la inflación** resultó en 2.82% dic.-dic., la segunda más baja de nuestra historia desde que se lleva registro (1969), flirteando peligrosamente con un estancamiento en ciernes del aparato productivo y, una trampa de liquidez en caso de la que la política monetaria se relajara, muy al estilo de las naciones del bloque desarrollado, a un tercio de sus ingresos per-cápita.
- **El déficit público** del gobierno federal se situó en -0.8% del PIB y, el superávit primario en 1% en los mismos términos acumulado a los primeros nueve meses del año, ambos, resultado del audaz recorte del gasto y restricción en la inversión, que más que un logro (las cifras son envidiables para cualquier otra época o nación) es un reflejo de una testaruda y mal habida contraciclicidad, que nos ha costado en crecimiento y que se perfila para continuar en su gravamen, para el 2020.
- El **tipo de cambio** se apreció un 4% durante 2019, debido a factores externos; México pudiera solidificarse por lo mismo en 2020, como un paraíso de *carry*, con poca exposición a China y a los *commodities*, finanzas sanas y anclas (tasas e inflación) en mejoría.

---

<sup>3</sup> Con datos de la ANTAD, esto es, las tiendas departamentales, el *retail* en mismas tiendas presenta una mejoría de 5.7% yoy a noviembre y las cifras preliminares del buen fin, comprueban que se sacó muy cerca de lo esperado.

## El mundo: Parece haber quedado atrás la recesión manufacturera.

- **El mundo** disfruta **-en lo económico-** una estabilidad somera, sin excesos en ningún ancla importante, pero sin quedar sobrados tampoco en nada. Ni las tasas de desempleo, ni los niveles de tasas de interés o incluso, la inflación, se encuentran en límites preocupantes en los países de la OECD o los principales mercados emergentes (EM). Más aún, el *déficit* fiscal de la mayoría de economías relevantes del globo, se encuentra (salvo el caso de los EEUU, en 4.6% del PIB -que escalaría a 4.9% en 2020-, pero aún éste es visto como algo favorable) dentro de los rangos de la prudencia.
- Las **crisis financieras** suelen venir porque una clase de deudor de buen tamaño pierde su solvencia, pero en la actualidad no hay nadie en esa descripción, salvo quizás los jugadores de *shale gas* en los EEUU, en sus emisiones de deuda *high yield* (HY), a los cuales habrá que observar de cerca en próximos meses.
  1. La tasa de *defaults* esta en niveles muy bajos aún, a lo largo y ancho del espectro crediticio global.
  2. Los *spreads* crediticios han bajado a niveles previos a la crisis, tanto los que se miden vs el bono alemán, como aquéllos que se miden contra el 10yT.
- **El año 2019** estuvo caracterizado **en lo bursátil**, por fuertes vientos de cola a crédito de la super expansiva política monetaria. El retorno de la bolsa americana fue de 31.5% anual en dólares, como ningún otro retorno desde 2013 (con 32.6%), al cual precedieron en la misma tesitura, el del 2009 por rebote (27%), el de 2003 también de rebote (29%) y los previos al gran *crash* del 2000-01, es decir, los de los años del '97 al '99, todos cercanos al 30%. Los retornos que sucedieron al año siguiente de esos tres retornos colosales en la historia reciente, fueron de dos dígitos también, pero mucho más moderados (13% en 2014; 15% en 2010 y 11% en 2004), que es lo que deberíamos esperar como techo en este 2020.
- **Los principales riesgos económicos** que enfrenta el globo (descontando los geopolíticos, a lo que habrá que añadir al de China en lo comercial, el de un enfrentamiento de EEUU con Irán, al momento de escribir esta nota) se pueden resumir en cinco, en orden de gravedad:
  1. El crecimiento del **PIB Chino** decae más de lo previsto. Las ventas de coches, la inversión en maquinaria y equipo, las exportaciones y la rentabilidad de empresas privadas han tenido un desempeño muy preocupante en los últimos tres trimestres.
  2. Una **crisis de solvencia en las emisiones de HY** en las empresas pequeñas y medianas en los EEUU, particularmente en los sectores de petróleo y gas *shale*. Alarma en un sector en particular, rápidamente se trasmite a otros sectores de la misma clase de vehículo e incluso, a otras geografías.
  3. Las tendencias en los indicadores de endeudamiento y otros desbalances en **economías emergentes frágiles**, empeoran sustancialmente causando desestabilización en los movimientos de capitales en la región o la clase de activo. Argentina, Brasil, Turquía, Sudáfrica e India, se encuentran en demérito en este aspecto, tanto por sus resultados recientes en cuenta corriente (producto a su vez de política económica precipitada) y depreciaciones recientes de su moneda.
  4. La agenda de astringentes **regulaciones en cuanto al CO2** y el cambio climático, impacta con mayor profundidad a ciertos sectores, en particular el automotriz, afectando la producción, los precios, el empleo y los márgenes de la industria ampliada.
  5. La **tasa de participación laboral** (que se define como el porcentaje de la población económicamente activa que esta dispuesta a emplearse) que ha venido creciendo de manera mas lenta en los países de la OECD en los último dos trimestres, comienza a caer, trayendo con ello carencias en la oferta laboral agregada, estrechez y presiones inflacionistas.

6. Un sexto riesgo, fuera de la lista principal porque su probabilidad es muy baja, es que haya  **aumentos inesperados en la inflación**  y con ella, en las tasas de interés de las autoridades monetarias, debido al aumento en la deuda pública de países de la OECD; no obstante, para que esto se diera tendría que observarse mayor incidencia de inflación salarial (que no se da por el arbitraje laboral de China e India y la automatización de los procesos industriales) y, una menor competencia que permitiera a todos los jugadores aumentar sus precios (tendencia que es claramente contraria en esta economía, por la democratización que ha traído el internet en todas las os riesgos económicos que enfrenta el globo cosas).

### **El mundo se hizo dependiente de la política monetaria:**

- **Los mercados de futuros prevén que las tasas de interés**  se mantengan por debajo de las tasas de crecimiento económico por varios años más. El objetivo de la Fed por ejemplo, se ha reducido de 3% a 1.5% a largo plazo (y en *hold* en 2020 y comprando 60 Bdd/mes desde 2Q19) y la mayoría de los países de la OECD siguen la misma línea, tanto en tasas de corto plazo como su reflejo en sus papeles a 10 años. Una razón para esto, es la alta sensibilidad de las economías a las alzas en tasas (también debido a las altas cargas de deuda), como lo ocurrido en 2018, cuando aumentaron las tasas 200 bps (puntos básicos) acumulados desde las alzas iniciales en 2017 y causaron una notoria caída de la construcción residencial y de la bolsa en EEUU y otros mercados.
- Los países de la OECD tenían  **en su banca central balances del activo**  por 20.5 trillones de USD al final del 2016, cuando comenzara la descarga inicial de la estrategia QE, reduciéndolos hasta cerca de 19.5 Tdd hacia a de 2018, cuando comenzara de nuevo su ampliación hacia 20.5 Tdd que es la dirección que llevan ahora (como referencia, el PIB mundial cerrará el año en torno a 87.5 Tdd).
- ¿Cuál ha sido entonces la  **política monetaria expansiva** ? Los balances de los bancos centrales de las economías que llevaron a cabo la estrategia del QE, se agrandaron por un total de 12 Tdd (y a éste, se le suman las 784 ocasiones en las que se cortó la tasa oficial). Solamente en EEUU, UK, EU y Japón, éstos pasaron de 3.7 Tdd en 2008 (un 8% de sus PIBs) a 14 Tdd en 2016 (un 33% de sus PIBs). Luego se redujo a cerca de 13 Tdd (un 31.5% del PIB nominal de esos países), pero en el 2019 aumentó casi en 0.7 Tdd y, se espera que el 2020-21 vea incrementos de nuevo. El límite de la política super-expansiva es obviamente la inflación, pero en ausencia de ella, en teoría este *skydiving* monetario podría continuar *ad nauseam*, si no fuera por la (pérdida de la) confianza que el público deposita en el dinero.
- Un riesgo muy palpable de la -inédita- política del QE<sup>4</sup>, es que caiga (por abundancia) la  **confianza en el dinero**  como medio de resguardo de valor y se busque sustituir su función en otros bienes, claramente los activos reales como terrenos y edificios, acciones de la bolsa, el oro y los metales, e incluso los bonos y el crédito. Esto explicaría los niveles tan altos en los múltiplos de estos activos y los retornos excesivos observados hasta ahora. Leído de esta forma, los mercados han estado haciendo, -a ojos de sus críticos como Larry Summers de Harvard- *camping* monetario en un paraíso *jumanji*; con esto se implica que la fase estaría por llegar a su fin, pero éste suele llegar cuando la inflación aparece, un evento que no muestra visos aún de observarse.

---

<sup>4</sup> Estrictamente hablando, los académicos consideran que una política monetaria es expansiva si las tasas reales observadas (hoy en cerca de 0.5%) están por debajo de las tasas neutrales, esto es, las que igualan la demanda por ahorro e inversión (que para EEUU ronda los 0.4%). Consecuentemente, se diría que en EEUU la política monetaria ya no es expansiva.

- **Una política monetaria** con metas inflacionarias que actúa de manera **contra-cíclica** como ésta (expansiva cuando la economía se enfría y restrictiva cuando se calienta), tiene la desventaja de producir burbujas de activos en su fase “*on*”, reducir las primas de riesgo en bonos (exigiendo réditos demasiado pequeños en *yield* para el riesgo adquirido), llevando al sobreendeudamiento en gobiernos y empresas e introduciendo en general distorsiones en los precios relativos de los instrumentos de mercado (Grecia por ejemplo, paga hoy mucho menos que EEUU en sus costos de deuda, siendo un riesgo de *default*). En su fase “*off*”, trae consigo las crisis y los *crashes*, que suelen tener efectos duraderos en las economías. Quizás la solución sea un objetivo estructural de muy largo plazo, algo que, desde luego, es políticamente inviable.

### **EEUU: La economía mantiene su ciclo expansivo, que no será eterno.**

- El período que comprende desde el 4Q17 hasta el 4Q19, la economía mundial experimentó **una recesión manufacturera**, afectando a los países exportadores, principalmente Japón, China, Alemania, Italia, México y algunos países del bloque asiático y europeo integrados a la cadena de valor de la economía China, en particular SurCorea (que son economías aún demasiado apalancadas en la manufactura y por lo mismo peligrosamente inflexibles en su estructura).
- **Los servicios**, no obstante, mantuvieron sus tasas de crecimiento de manera sólida, logrando mantener el dinamismo del PIB global en torno al 3.1% anual en términos reales durante el 2019, previendo una aceleración casi invisible hacia 3.1% en 2020.
- De hecho, se marca una tendencia muy clara en el cambio de régimen a lo largo y ancho del globo en cuanto a las **manufacturas, siendo sustituidas por los servicios** en peso del empleo, uso de recursos, tasas de crecimiento y peso en el PIB. Esto ha afectado por ejemplo a la intensidad en el uso de combustibles fósiles, que pasó de 85% a 81% del consumo total de energía en los últimos 20 años.
- La alta **ciclicidad de las manufacturas** (por ejemplo, durante la crisis de 2009, cayeron 14% vs -2% el resto de sectores y luego rebotaron 7% en 2010 vs 3% en el resto) afectó al desempeño americano, cayendo éstas desde diciembre '18 hasta hoy, un 1.5%. Indicadores adelantados de PMI por ciudades, reflejan lo que seguramente serán vientos de cola a favor.
- Todo lo expuesto anteriormente, afectó a **la economía de los EEUU**, sin embargo, una política monetaria y fiscal<sup>5</sup> fuertemente expansivas -ya en pleno empleo-, más un palpable aumento en la productividad laboral (por favor, ver **Box 1** para una discusión sobre los efectos de la agenda social americana) y la ausencia de la inflación<sup>6</sup>, han servido como telón de fondo para una economía que ha reducido significativamente las señales de recesión que se habían activado hace un año, de 79% de ellas -en los *checklists* de la Fed de Saint Louis- a 53%, hoy.
- A pesar de que el desempleo pareciera indicar que la economía está ya en pleno empleo y no puede absorber más trabajadores sin trasminar la estrechez hacia salarios, **la tasa de participación laboral** se ha ido incrementando a 63.3%, pero aún tiene espacio para crecer,

<sup>5</sup> La estrategia se ha basado en renovar misceláneas más que en introducir nuevas: La de mayor efecto es la llamada “*family leave*” para parejas con hijos que trabajan los dos; apoyos a familias con ingresos bajos y medios y planes de infraestructura ya existentes como vivienda social, carreteras y escuelas. En general, el déficit público ha pasado de 2% a 4.6% del PIB en forma anual.

<sup>6</sup> El indicador de inflación salarial de la planta privada, ha tenido aumentos hasta del 7% anual en los últimos meses, pero episodios en los que la Fed se vio obligada a aumentar las tasas de interés para amilanar las presiones salariales se dieron cuando los aumentos estuvieron por encima del 9%, lo cual está aún lejos de ser alcanzado. La curva de Philips reporta también una elasticidad minúscula de 0.08% por cada 1% de aumento en desempleo, es decir, es una curva ahora ya casi plana, mientras que en los 80's la cifra era cercana al 0.75%.

de acuerdo a su máximo de 68% en 2000, así como ocurre con otro estadístico cercano, el *ratio* de participación civil empleada, hoy en 61% pero con espacio para crecer aún hasta 64%, por máximos observados también en ciclos anteriores.

- **La productividad laboral**, medida como el producto por hora trabajada en dólares constantes, en su tendencia de largo plazo y filtrada por términos que permiten separar el ciclo económico de la tendencia, ha pasado de 0.9% anual a 1.4% anual de crecimiento los últimos dos años. Esto tiene el efecto de añadir medio punto porcentual anual al PIB potencial de la nación, en caso de que la tendencia se mantenga.
- En conclusión, **el ciclo manufacturero recesivo** parece haber quedado atrás, habiendo tocado piso aparentemente este último trimestre y comenzando un despegue aún incierto, pero visible en las cifras (los indicadores de PMI, por ejemplo) del bloque de naciones manufactureras: El *ratio* de nuevas órdenes a inventarios ha mejorado claramente también, en especial en cuanto al efecto llamado *re-stocking*, más que aumentos en *capex*, indicador que quizás tarde más en responder.
- Si el **consumo** repuntara en 2020 a 2.5% anual en términos reales -sobre las alas de nuevos aumentos en el empleo, las horas trabajadas, mejoras en salarios y baja inflación-, siendo que pesa el 70% del producto, entonces se marcaría un piso para el PIB como un todo de 1.8% (el PIB creció 2.3% en 2019), con trazas de alcanzar hasta un 2.5%, si la manufactura jalara a la exportación y el efecto de reinventario hiciera crecer la inversión privada.
- Por otro lado, aunque la **deuda pública** alcanza ya los 108% del PIB (estimada al 4Q19), el costo de la misma se ha reducido sustancialmente por las tasas bajas, hasta alcanzar incluso un 2% del PIB, contra un costo histórico que llegó hasta los 5 puntos. La deuda de las familias, por otro lado, esta en su punto más bajo de los últimos 18 años, pues los últimos nueve se han dedicado a ahorrar y desapalancar lo que la crisis de vivienda dejó en 2008. La deuda corporativa, aunque también muy poco onerosa, si está en su punto más alto desde los 70's (48% del PIB), aunque se anticipan pocos riesgos relacionados a ella por lo pronto.

#### **BOX 1: El estado de la equidad social en los EEUU.**

El modelo social de los EEUU es extremo en muchos sentidos, y hace cuestionarse si les produce a ellos algún beneficio tangible (por la flexibilidad laboral, por ejemplo), comparado a los riesgos que conlleva mantenerlo:

1. Su coeficiente de Gini es de los más altos en el globo.
2. El *ratio* de las tasas de crecimiento entre salarios reales y productividad es negativo para las últimas dos décadas, lo cual nos dice que (a diferencia de países europeos en donde el *ratio* es positivo), en los EEUU no se compensa cabalmente en salarios, la productividad ganada.
3. Su sistema de seguridad social (un 12% de gasto de gobierno como porcentaje del PIB, comparado con Alemania con 19% y Francia con 26%) es insuficiente para salvaguardar una red protectora mínima en la población.
4. El nivel de pobreza es también preocupante y además en incremento: El 25% de la población se encuentra debajo de la línea de pobreza (definida como el 60% de la mediana del ingreso nacional), contra un 14% en Alemania, por ejemplo.

Si los beneficios de un modelo social parco fueran claros en generar mayor productividad (esto si se da, sobradamente) o automatización (esto no se da, pues hay menos robots en EEUU que en Europa) o en gasto en R&D (que tampoco se da) o mayor innovación corporativa (no se da según los índices que lo miden), pudiera justificarse, más no es así, por lo que se concluye que en EEUU el riesgo de tensión social se irá elevando más temprano de lo que se implica en el proceso electoral próximo.



## Elementos de las economías de Europa, China y Japón:

- En Europa, la **política monetaria ha sido ineficaz**, por lo que pudiera -debiera- haber un cambio hacia política fiscal en este 2020, pues aquella no ha corregido el desbalance de inversión-ahorro y no ha detonado al crédito ni a los mercados bursátiles.
- La zona del Euro ha experimentado un **aumento de la tasa de ahorros** desde que terminara la crisis de 2008, pero con cuentas corrientes cada vez más en el lado positivo (particularmente en Alemania y Holanda), sus ahorros van dirigidos no a inversión doméstica -que se ha rezagado como porcentaje del PIB, hoy en 12.5%- sino a bonos estadounidenses de gobierno, que ofrecen mejores réditos y una divisa fuerte.
- Una posible explicación para esto, es que por el **alto nivel de deuda de hogares** (100% del PIB en su pico en 2010) las familias han tenido que corregir (hoy ya oscila el 95%) antes de invertir de nuevo en vivienda. Otra razón, es la baja productividad laboral por el aumento en los salarios como política gubernamental, especialmente en Alemania y Francia, lo que ha desincentivado a la inversión en nueva planta, maquinaria, equipo.
- A la luz de lo anterior y, añadiendo que el crecimiento esperado en la fuerza laboral, ya incluido el efecto de la inmigración -que es vista más y más como una amenaza-, sería negativo para los próximos años, **el crecimiento potencial** de los países del núcleo -Alemania, España, Francia e Italia- es prácticamente de 0% en términos reales, con lo que se espera – gracias a una política monetaria que se mantendrá fuertemente expansiva, y la recuperación del ciclo manufacturero- un crecimiento magro del PIB para 2020, rondando el 1% en toda la zona.
- La única salida viable **para mejorar las perspectivas en lo económico**, sería un aumento en las tasas de participación laboral, por medio de políticas que incentiven el regreso al empleo, como reducciones en la red de seguridad y otras políticas proteccionistas. Un Euro débil podría también apoyar al sector exportador, pero este año, ese efecto sería contrarrestado por un precio del crudo más cercano a los \$80 dli/b, debido a las disputas de EEUU con Medio Oriente.
- En el **caso de China, varios factores complican** contar la historia que todos quieren oír: Que un “nuevo China” transiciona hacia productos y servicios de consumo con mayor valor agregado y más componentes de tecnología avanzada y, es capaz de levantar al “viejo China” -el de bienes básicos e intensivos en mano de obra e, inversión gubernamental en infraestructura pesada, bajo reglas por fuera de los parámetros de mercado-. Estos factores son,
  - Un crecimiento más lento a lo esperado en el ingreso disponible por familia, proveniente de una contracción de la demanda industrial y de importaciones (lo que arrastra a la economía mundial a la baja)
  - un pesado remolque de la dinámica demográfica adversa y
  - una carga muy pesada de deuda de familias y empresas que dificulta la inversión en bienes durables (la tasa de *defaults* es del triple de la tasa que había antes de 2008).
  - Además, en cuanto al “nuevo China”, el modelo se ha topado con una cadena de suministro internacional compleja<sup>7</sup>, que además deberá enfrentar las turbias aguas geopolíticas que su contrincante comercial (esto es, EEUU) le ha impuesto.
- Adicional a esto, **las firmas en la “nueva China”** (como Alibaba o Tencent) han reducido su importancia relativa en la economía como un todo, pero además, se han quedado atrás en relevancia económica y *capex* contra sus *peers* estadounidenses y europeos. La salud financiera de estos jugadores -medida en la capacidad de pago de intereses y capital con su

---

<sup>7</sup> China en realidad, de acuerdo a mediciones de A.T. Kearney, se ha vuelto una economía bastante cerrada al mundo.

EBITDA- ha empeorado desde 2017 y su endeudamiento también (aunque es mucho menor en nivel que el de los sectores tradicionales). Pero su principal problema es la caída en el crecimiento de las ventas y la capacidad de generar nuevos ingresos, además de reportar muy bajos márgenes y estrechos retornos al capital.

- **Japón** a su vez, ha implementado políticas económicas encontradas a la hora de incentivar un mayor crecimiento del producto, pues por un lado mantiene una agresiva estrategia de QE<sup>8</sup> (que ha sido mayormente infructuosa), y por otro, aumentó la tasa del IVA al 10%, resultando en un famélico crecimiento cercano al 0.9% real para el 2019, con expectativas de caer -0.3% para este 2020, tanto por el efecto rezagado de esa restricción -que entró en octubre- como por la guerra comercial con EEUU. En respuesta, Abe ha propuesto un paquete de gasto público equivalente al 2.3% del PIB, que quizás vaya a quedar como “muy poco muy tarde”, para librar una recesión este año.

### **Inversiones: Una mirada analítica a la década de 2009-2019.**

- **A inicios del año anterior, se esperaba que se diera una normalización de la política monetaria** a nivel global, que trajera consigo un aumento en las tasas de la Fed (¡algunos bancos de Nueva York decían que hasta un punto porcentual completo!), en respuesta a mayores inflaciones, con mayores signos de recesión -en particular la delirante inversión de la *Yield Curve* (YC) -. Lo que resultó fue casi todo lo contrario: La política monetaria se hizo más expansiva, las tasas de la Fed fueron recortadas tres veces, la inflación nunca llegó y aunque la YC si se invirtió, no se ha combinado con otras señales ominosas de recesión. Los premios por riesgo se han visto disminuidos en todas las clases de bonos, la “macro” y la “micro” se encuentran relativamente sólidas, aunque si, al día de hoy todo se ve demasiado caro (en particular los bonos en euros, la bolsa americana<sup>9</sup> y el dólar) y no parece haber *carry* alguno disponible.
- **A inicios de la década anterior**, había un fenómeno parecido al del punto de arriba: Por la experiencia de la década del 2000-2009 (que apaleó a los mercados dos veces con *bear markets* de más de 50% de caída en cada uno y, que produjo un retorno anual promedio de -0.95%) Wall Street esperaba algo igual, es decir, que los retornos de todas las clases de activos, acciones y bonos igualmente, reportaran réditos significativamente menores, que *value* ganara a *growth*, que *small* ganara a *large* y que EM quedara por encima de DM (por favor, revise el **Box 2** con el glosario de términos, al final del documento).
- De la misma manera, **se esperaba que las tasas aumentaran** en la nueva década en respuesta a rampante inflación, con un dólar débil y los precios de *commodities* en jauja. En lugar de eso, durante los siguientes 10 años, las tasas de interés cayeron a niveles históricos, la inflación está aún ausente, el dólar se fortaleció, los *commodities* han fenecido y la bolsa americana vuela por encima de lo generado en cualquier otra década. Más aun, los bonos tuvieron un buen desempeño, *value* perdió vs *growth*, *small* perdió vs *large* y EM quedó por debajo de DM, significativamente.

---

<sup>8</sup> La primera versión del QE japonés, QE1 en 2001, aumentó la oferta monetaria en 60%, de 41 Trillones de Yenes (Tdy) a 65 Tdy; luego QE2 en 2010, la llevó a 187 Tdy y de ahí, a partir de 2014, ya en 270 Tdy el total de activos del BoJ, se ha expandido su balance hasta casi 500 Tdy o un 87% de su PIB Nominal.

<sup>9</sup> El Índice SPX cerró el año a 18.2x su múltiplo Price/ forward earnings, a 2/3 de desviación estándar por encima del promedio de largo plazo; como referencia, al subir otro 10%, habría una probabilidad de 85% de que se diera una corrección con un mercado bajista.

## Giro en la estrategia de inversión, para un mercado que sorprende al alza:

- La década pasada, desde el 2009, trajo consigo una **susplicacia en contra de la bolsa americana**, como se mencionó en la sección anterior, y hubo un cambio de régimen muy fuerte con flujos de inversión hacia fondos indizados (la filosofía llamada “pasiva” que contrasta con la filosofía “activa”, en la que los fondos tienen un *manager* estrella que escoge las mejores acciones y bonos para invertir). En total, esta estampida produjo más de 160 Bdd que fueron redirigidos hacia dichos fondos, recibiendo éstos un total de 3.76 Tdd.
- No obstante, había sorpresas para los inversionistas que las bolsas guardaban bajo la manga, pues desde el *nadir* del mercado el 9 de marzo del 2009, hasta el final de ese año, el índice MSCI-EM ganó el 108% en dólares con dividendos (México ganó el 128%), lo que causó una **rotación aún más agresiva hacia mercados emergentes** por casi 180 Bdd a fondos mutuos especializados en ellos, entre finales del 2009 y principios del 2013, de acuerdo con datos de *Morningstar*. Luego -para agregar sorpresas-, la clase de activos en la denominación EM, generó apenas 49.3% (México apenas un 9.33%) en dólares acumulado con dividendos en toda la década hasta este fin de año 2019, comparado con el 498.5% que ha dado la bolsa americana durante el *bull* completo.
- Jason Zweig del *Wall Street Journal*, reporta en un artículo reciente que en un sondeo del 2018 para *Legg Mason Global Investors*, el 14% de los encuestados estadounidenses indicó que invertiría más en acciones si hubiera otra gran crisis estilo *crash* y otro 28% dijo que “no haría nada”. Esto parece confirmar que el inversionista común queda profundamente afectado por los **resultados del pasado reciente**, incluso por varios años, haciéndole tomar decisiones en base a lo recién aprendido y no, en base a lo que los giros en las modas, los estilos y las oportunidades por precio y por retorno, pueden ofrecer.
- Si las bolsas y los ciclos de la vida económica mandan sus señales con las **pautas subyacentes a las historias de décadas recientes**, deberíamos esperar entonces para la década del 2020-29 ahora sí, lo que esperábamos hace diez años: Retornos cercanos al 5% anual, un énfasis en *value*, en EM, en *small caps* y en países que serán resilientes a los próximos colapsos (quizás una crisis en China o en EEUU). Sin embargo, dichas pautas no trazan ciclos de 10 años como si fuera un reloj y no hay garantía de que la próxima década será exactamente lo contrario a la que termina. Pero antes de apostar a que el futuro será como el pasado, vale la pena recordar que esta década que cerramos, no resultó como los analistas predijeron hace 10 años.
- Por otro lado, como se mencionó en el editorial de la introducción, **las crisis vienen** cuando una gran clase de deudor entra en *default*, sin embargo, debe añadirse que esto a su vez ocurre, cuando los acreedores le asignan una alta probabilidad al evento, con lo que también se ven obligados a incrementar la tasa de interés, para compensar por el riesgo. Al hacer esto, aumentan de hecho la probabilidad de *default* en esa clase de deudor, es decir, que el movimiento en el proceso crediticio global es una profecía autocumplida.
- No obstante lo anterior, **cuando los bancos centrales mantienen una política monetaria muy laxa** y las tasas son muy bajas, logran que artificialmente se reduzca la probabilidad de *default* a lo largo y ancho de las clases de deudores; de hecho, en los últimos años las tasas de *default* has sido muy bajas, tanto en total como en particular la de los préstamos de alto retorno (HY), mismas que, aunque han estado aumentando, les falta mucho para que lleguen al pico del 2016 (un 5%) y aún más, al pico del 2009 (un 14%).
- Las compañías y las casas tienen una carga de intereses menor al 2% del PIB, comparado con cerca del 4% en 2007. A este fenómeno se le llama “*put monetario*” es decir, una presunción en los mercados -irreal, pero basada en un comportamiento arropador-, de que **la autoridad monetaria ejercerá un rescate** con nuevas inyecciones de liquidez, si se diera una nueva crisis. El “*put* de Greenspan” en los 90’s tuvo esa misma aura, pero al final de

cuentas, llegó la inflación y con ella los aumentos de la tasa de la Fed, las caídas en los precios de casas y de acciones de bolsas y el aumento en los *spreads* crediticios, y no hubo *put* alguno que salvara.

- En otro ejemplo de este *put* monetario, mencionado en la sección anterior, si viéramos el índice Russell 2000 y el porcentaje de empresas que pierde dinero en él -que hoy está en 27% contra un máximo observado de 30%- el *spread* de bonos BBB debería estar en 260 puntos básicos, pero está en 170, es decir, **el riesgo está claramente subvaluado**.

### **Hechos estilizados de las utilidades corporativas y su potencial en 2020.**

- Se espera que las **EPS crezcan** alrededor de un 3-5% este año en los EEUU (hasta un escenario positivo de 8%, ó 177 dólares por acción en el SPX, vs 164.5 que lograron en 2019, que representa un crecimiento de 2% en el año) y un 9% a nivel global.
- Nunca había habido un **gap tan grande de EPS** entre las firmas llamadas de “*Big Tech*” (Facebook, Amazon, Google, Netflix, Microsoft y otras del ramo) y el resto del índice del SPX y, solo hay dos maneras de cerrarlo: O aumentan las utilidades de las firmas de la economía en su conjunto o hay una mayor regulación en el actuar de las *Big Tech* y sus hábitos de realizar *Buybacks* -aunque con ello, seguramente se adelantaría una recesión-. La primera opción parece más plausible y benéfica, esto es, que hubiera una reflación generalizada (con una mejora de márgenes) y una rotación hacia firmas eficientes de la economía tradicional.
- Para poner este *gap* en perspectiva, durante los últimos 5 años, **las utilidades de los corporativos** americanos han crecido casi al 0%, pero las de las *Big Tech* han crecido al 38% y se debe sobre todo a los *Buybacks*, a los métodos agresivos de contabilidad y a sus estrategias impositivas. Ellas -las *Big Tech*- se llevan un tercio de todas las utilidades del índice, lo cual es también una señal de que la economía se alenta, pues tecnología es el sector menos regulado. Una supremacía de un solo sector rara vez perdura, como se vio en las crisis de Japón, en la era del dot.com, y la época reciente del *shale gas* y del auge en China, y en todos los casos, un *boom* termina en ajustes fuertes del mercado. Más aún, sin *Buybacks*, se puede demostrar que habría habido una recesión de utilidades en el 2019 en los Estados Unidos.
- Los últimos dos años, se han gastado \$114 en *Buybacks* por cada \$100 de *capex*, pero en los 19 años previos, se gastaban \$60 por cada \$100 de *capex*. Adicional a esto, el 92% de las empresas del SPX reportan aumentos en las EPS, aunque la utilidad neta caiga al menos una vez, lo cual hace sospechar que estos aumentos se deben prácticamente al efecto de los *Buybacks*. Si se llevara dicho efecto a términos neutrales (normalizando picos y valles), las utilidades caerían 30% -de 177 a 124 dólares por acción- suficiente para que se diera una recesión y para aumentar el nivel de desempleo.

### **Asignación de activos estratégica y táctica para 2020.**

- A la luz de todo esto y de las distintas tenencias esperadas, que han sido recogidas en las secciones anteriores, los siguientes puntos parecen ser una rotación prudente del portafolio:
  - Aún hay preferencia de acciones sobre bonos<sup>10</sup>, pues todavía el *yield* de acciones neto del 10yT es positivo, así como el mismo *yield* de dividendos.
  - En el medio plazo *overweight* (OW) bolsa de EEUU, pero en el corto, será más rentable Fuera-de-EEUU (EMxChina) por el retorno esperado y *upside* en *yields*.

---

<sup>10</sup> El 10yT tendría que rondar los 5% de *yield*, para que haya una corrida significativa de acciones hacia bonos, pero eso está aún lejos de ocurrir. Es ese el punto en que, a retorno por riesgo incurrido, quedan más atractivos los bonos.

- La apuesta accionaria a China dependerá mucho de cómo se mueva su política económica los primeros seis meses del año.
- UW en stocks EEUU, respecto del peso en índices globales.
- OW en acciones con alto *yield* en dividendo, que crece de forma sostenida.
- OW sector financiero, Industrial, Consumo Discrecional y Utilitarios. Neutral en los sectores de IT, Comm. Salud y Energía. UW en RE, Materiales y C. Básico.
- En Europa el retorno será quizás de 8-12% en 2020, especialmente atractivos son los sectores de Staples, Materiales, Energía y Software.
- En cuanto a bonos, EM en moneda local, soberanos y HY corporativos aún tienen espacio para generar *yield* y revaloración. *Treasuries* preferido sobre *Gilts* o *Bunds*.
- El sector de HY tendría que ser muy bien analizado para ver oportunidades específicas, pues se encuentra sobre comprado y a muy altos precios, con riesgos altos de *default* también, en especial energía, IT y materiales.

### **Fuentes Consultadas:**

1. **Páginas Oficiales:** INEGI, indicadores varios. Banco de México, indicadores varios.
2. Jason Zweig. *Financial Lessons 2008-09. Wall Street Journal*, diciembre 2019.
3. **Wall Street Bankers:** Bank of América. *RIC Report*, diciembre 2019. Goldman Sachs. *Room to Grow*, 2020. Morgan Stanley, *Global Outlook 2020*. JP Morgan. *Guide to the Markets*, 31 diciembre 2019. Morningstar. *Stock Market Outlook 2020*. Alicia García Herrero, Natixis. *Heading into 2020*.
4. **Supranationals:** IMF, *World Economic Outlook*. Octubre 2019. World Bank, *Global Financial Development Report 2020*. BIS, *Annual Economic Report 2019*.

#### **BOX 2: Glosario de Términos:**

**Yoy:** Acrónimo para año sobre año, en inglés, usado para crecimientos comparados con el mismo período del año anterior.

**DM:** Acrónimo para mercados desarrollados, en inglés.

**MSCI:** Familia de índices de bolsa de la firma Morgan Stanley Capital International.

**10yT:** Tasa de interés del Bono de Gobierno de la Tesorería estadounidense con 10 años de madurez. El alemán se le llama Bund y al inglés, Gilt.

**QE:** Acrónimo para expansión cuantitativa, en inglés. Programa de estímulo a través de la re-compra de deuda pública a modo de inversión, por la autoridad monetaria central.

**Participación laboral:** Porcentaje de la población en edad de trabajar (16-64) que ha decidido emplearse.

**Re-stocking:** Efecto en la inversión por la recompra de inventario de materia prima, que cayó a niveles mínimos y es restablecido.

**Capex:** Acrónimo para gasto de capital en inglés, que incluye mantenimiento y equipo y planta nuevos.

**Value, Growth:** Acciones que ofrecen valor por ser relativamente baratas y con alto pago de dividendo. Se le llama (*growth*) al grupo contrario a éste, por las acciones que crecen vigorosamente, que son caras y que no dan dividendo.

**Bdd, Tdd:** Acrónimo para billones de dólares en inglés (miles de millones) y trillones (millones de millones).

**EPS:** Acrónimo para utilidades por cada acción emitida, en inglés.

**Put:** Derecho de venta, que usado como metáfora, significa un seguro contra tiempos de crisis.

**Smallcap:** Expresión para representar al grupo de acciones con capitalización de mercado menor a 5 Bdd.

**PMI:** Indicador industrial que representa un índice de administradores de compras, acrónimo del inglés.

**Yield Curve:** Abstracción teórica que representa a todos los retornos de una fecha cualquiera, ordenados según la madurez del bono, desde un mes, hasta treinta años.

**SPX:** Acrónimo para el índice accionario Standard & Poors de la bolsa americana. Tiene 500 empresas.

**Carry:** Cuando dos posiciones contrarias (como vender un bono en una moneda y comprar un bono en otra) ofrecen un retorno neto positivo.

**Bear:** Mercado bajista, con la metáfora visual de las garras de un oso, de más de un 20% de caída. *Bull* es lo contrario.

**OECD:** Acrónimo para la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo, en inglés.

**R&D:** Acrónimo para investigación y desarrollo, en inglés.

**EBITDA:** Acrónimo para utilidad antes de intereses, impuestos y otros gastos fijos, en inglés. Representa la utilidad de operación.