

## Rebote de las Bolsas: 'too fast, too furious'



**Nicolás Fernández Picón**

Las subidas de los últimos días de las Bolsas (acumulando casi tres semanas de rebotes) habían agotado nuestro potencial a corto en los principales índices incluso bajo el escenario de recuperación en "V" o "U", ya de por sí más optimista que el consenso de analistas. Hasta la toma de beneficios de esta semana, esto había disparado las alarmas de los que hasta ahora no habían participado en el rally desde los mínimos de marzo, pero también había sorprendido a los que se apostaban por la recuperación.

Tras el rebote desde mínimos el ratio de capitalización sobre PIB del S&P 500 y del Nasdaq ha superado los niveles de la burbuja de las *punto-com*. Desde el punto de vista global, teniendo en

cuenta la subida del índice bursátil MSCI desde finales de 2018 y del PIB nominal en dólares, dicho ratio (muy seguido por el inversor americano Warren Buffett) alcanzaría los niveles del 116% de 1999 previo a las *punto-com* y superaría el 114% de la burbuja en 2007. Esto último abriría la puerta a que las tomas de beneficios en Bolsa empezadas esta semana se mantengan. No serán muy profundas teniendo en cuenta el soporte que siguen ejerciendo los bancos centrales y la falta de alternativas de inversión, pero sí nos obliga a ser más selectivos en nuestras decisiones de compra y venta. La realidad es que hasta la publicación de resultados empresariales del segundo trimestre desde julio no habrá noticias corporativas relevantes y quedaremos a expensas de la mejora macro, los datos de la desescalada y las decisiones políticas. En este último punto, en el Ecofin del 9 junio algunos ministros (en especial, el austriaco) plantearon dudas sobre el Fondo de Recuperación ahondando en los problemas del tamaño, la distribución o la condicionalidad que se aplicará. Y este debate, por otro lado esperable, alargará más allá de julio la constitución del Fondo... en suma, este catalizador ya se ha descontado acorto plazo.

### Desconexión transitoria

¿Y qué podemos esperar de los datos macro? Más a corto plazo, si comparamos la evolución del S&P 500 con el ISM vemos que el índice ya

ha descontado un ISM manufacturero por encima de 50 en junio y en torno a 55 para el tercer trimestre (desde 43,1 en mayo), por lo que mejoras adicionales en los indicadores adelantados no supondrían tampoco un catalizador importante. Tanto el ISM como el PMI se basan en una encuesta a los gestores de las empresas sobre cómo compara la actividad frente al mes anterior. En dicha encuesta éstos responden con tres opciones: "mejor", "igual" o "peor" para cada uno de los componentes (pedidos, producción, empleo, etc...). Para alcanzar 50, los encuestados tendrían que contestar que su actividad se mantenía igual que en el mes anterior. En mayo, donde todavía estimaban un deterioro, el ISM manufacturero fue de 43,1 (economía contrayéndose pero a menor ritmo), con los principales subíndices de actividad en torno a 35 (5 puntos más de media frente a abril), lo que nos estaría diciendo que el 50% de las empresas veían todavía un deterioro adicional en los indicadores de actividad y que sólo

en torno al 20% habían presenciado una mejora. De cara a junio, un nivel de 50 podría alcanzarse casi sin esfuerzo con un 20% de compañías viendo "mejora" y un 60% con una visión "igual", lo que implicaría que cerca del 60% de los encuestados seguiría estando igual de mal o bien que en mayo. Para ver un cambio drástico, la lectura del ISM entre junio-agosto debería subir a 75/80, lo que implicaría que al menos el 60% de las empresas habría visto mejoría, y esto parece más complicado tan pronto. Esta desconexión transitoria entre la euforia de los mercados y la gradualidad de la macro es uno de los mayores argumentos para la toma de beneficios a corto plazo que debería continuar.

La falta de alternativas sigue dejando a la Bolsa como una buena opción para invertir a largo plazo, pero quedaría con menor potencial a corto plazo. Seguimos recomendando un posicionamiento mixto entre defensivos/cíclicos y *value/growth* (sobrepesar *utilities*, *farmas*, *tecnología*, *bienes de consumo*), pero bajamos algún ciclo que lo ha hecho mejor en el rebote (autos) para subir en otros que tienen más potencial de mejora del negocio y sostenibilidad en los dividendos (seguros). Que se incrementen las correcciones y que se consolide una recuperación en "V" o "U", como esperamos, determinará un cambio a un sesgo más cíclico en nuestras recomendaciones.

Director de análisis en Banco Sabadell

## Democracia, tiranía y el euro



**Julián Pascual**

Para nosotros, ciudadanos del siglo XXI, la democracia liberal o parlamentaria responde a un sistema de gobierno que garantiza los derechos, las libertades y la prosperidad. Sin embargo, para Platón y Aristóteles, que vivieron en el siglo IV antes de Cristo, la democracia no fue precisamente su régimen favorito a pesar de que la conocieron bien. Ambos advertían del riesgo que corría de deslizarse suavemente por la rampa de la demagogia hasta acabar en una tiranía.

Las democracias liberales surgieron en Europa hace 200 años como reacción al absolutismo monárquico. El poder absoluto comenzó a limitarse desde la primacía de la Ley, que reduce la arbitrariedad y abre un espacio de igualdad y libertad. Junto con la ley, se añadieron otros contrapesos al poder como la libertad de culto, de expresión y de prensa, la creación de un sistema judicial independiente... etc. Este conjunto de elementos es lo que denominamos instituciones democráticas. Por tanto, una verdadera democracia no consiste sólo en acudir a las urnas cada cuatro años, sino en contar con unas instituciones fuertes, de calidad e independientes. Es muy interesante cómo los académicos americanos Daron Acemoglu y James A. Robinson, en su libro *Por qué fracasan los países: Los orígenes del poder, la prosperidad y la pobreza*, defienden que son la calidad y la independencia de las instituciones las que garantizan la prosperidad y la riqueza de los países, y no sus recursos materiales.

Los filósofos griegos pensaban que para conseguir un gobierno de calidad, además de unas buenas instituciones, es necesario un suelo o "humus" moral social compartido por todos. La democracia, como todas las relaciones humanas, se apoyan en la confianza y en un acervo común de valores que no son negociables ni pueden estar sujetos a votación. En una democracia sana debe ser totalmente inaceptable el uso de la mentira sistemática, la corrupción, el fraude de ley, etc. Cuando socialmente se tolera que nuestros dirigentes pueden mentir sin medida y actuar sin ninguna cortapisa moral, éstos perciben que todo vale y se sienten tentados a controlar las instituciones aumentando así su poder, sabiendo que si consiguen corromperlas entonces su poder será ilimitado.

Hay, sin embargo, una institución que no resulta nada fácil controlar: el euro. Cuando un gobierno no controla su moneda, ésta impone un límite infranqueable para el clientelismo y la demagogia. Si la moneda es una ins-

titución independiente, la maquinaria de salarios, pensiones y subvenciones sólo se puede gestionar ajustando los gastos a los ingresos, o bien encontrando a alguien que esté dispuesto a prestar ese dinero que se gasta de más. La soberanía real del gobierno, igual que la de cualquier ciudadano, consiste en no vivir por encima de sus posibilidades.

### Cinturón de seguridad

En España, aunque nadie se atreva a decirlo, llevamos viviendo por encima de nuestras posibilidades mucho tiempo, lo que significa que el cinturón de seguridad de la moneda única se pueda activar en cualquier momento. Cuando las cosas iban bien, no logramos bajar el déficit público del 3% del PIB, así que ahora, cuando las circunstancias se han torcido, el déficit de 2020 fácilmente alcanzará el 10%.

El freno de emergencia del euro ya se ha activado en otras ocasiones. En 2011, el presidente Zapatero se levantó un día, fue al Parlamento y dijo e hizo todo lo contrario de lo que había dicho y hecho hasta entonces: congeló las pensiones, bajó el sueldo a los funcionarios y eliminó subvenciones, inversiones y gastos. En 2015, cuando Grecia no podía financiarse por sus propios medios, el primer ministro Alexis Tsipras convocó un referéndum en el que se rechazó abruptamente la oferta de ayuda de Europa. Lógico. ¿Qué votarían ustedes si les dejan elegir entre recibir dinero gratis o apretándose el cinturón? Sin ningún rubor, ni ninguna coherencia, unos días después, Tsipras aceptó el paquete de rescate.

De momento parece que no pasa nada porque el Banco Central Europeo está comprando deuda pública española masivamente. Algunos analistas estiman que puede estar comprando la mitad de las emisiones del Tesoro Público directa o indirectamente. ¿Cuánto más va a durar esta situación? Francia y Alemania ya han anunciado un programa de transferencias norte-sur a cambio de nuevas reformas.

No pienso que los países-hormiga de la Unión Monetaria tengan ningún interés en convertirse en guardianes de nuestro Estado de bienestar y de las libertades. Sólo se niegan a dar a la cigarra la llave de la despensa y de la máquina de imprimir billetes para evitar que acabemos todos en déficits sin control, hiperinflación y en la ruina total. El euro, como institución que nos protege, no garantiza una regeneración política y social de nuestro país. Es sólo un freno de mano de última instancia para políticos irresponsables. Cuando este freno se active, la situación se habrá deteriorado mucho. Sería menos dañino que, antes de que esto pase, los ciudadanos españoles no toleráramos más la mentira y la demagogia.

Presidente de Buy & Hold SGIIC

## Expansión

DIRECTORA ANA I. PEREDA

DIRECTORES ADJUNTOS: Manuel del Pozo, Inaki Garay

SUBDIRECTOR: Pedro Blurrn

Redactores Jefes: Mayte A. Ayuso, Juan José Garrido, Tino Fernández, Estela S. Maza, Javier Montalvo, Ermelia Viana, José Oriñuel (Cataluña), Roberto Casado (Londres) y Clara Ruiz de Gaurio (Nueva York)

Empresas: Inaki de las Horas / Finanzas/Mercados Laura García / Economía Juan José Marcos / Investigación Miguel Ángel Pathro Jurídico Sergio Saiz / Opinión Ricardo T. Lucas / Directivos Nerea Serrano / Comunidad Valenciana Julia Brines País Vasco Marian Fuentes / Galicia Abeta Chas / Diseño César Galera / Edición Elena Secanella

MADRID: 28033, Avenida de San Luis, 25-27.1ª planta. Tel. 91 443 50 00. Expansión.com 91 050 16 29. / BARCELONA: 08036, Avinguda Diagonal, 431 bis, 6ª planta. Tel. 93 496 24 00. Fax: 93 496 24 05. / BILBAO: 48009, Plaza Euzkadi, 5, planta 15, sector 4. Tel. 94 473 91 00. Fax: 94 473 91 58. / VALENCIA: 46004, Plaza de América, 2, 1ª planta. Tel. 96 337 93 20. Fax: 96 351 81 01. / SEVILLA: 41011, República Argentina, 25, 8ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax: 95 427 25 01. VIGO: 36202, López de Neira, 3, 3ª. Orlana 303. Tel. 638 87 91 95. / BRUSELAS: Tel. (32) 2311932. NUEVA YORK: Tel. +1 313 5862461. Móvil 639 86 52 02. / LONDRES: Tel. 44 (0) 20 7782331.

DIFUSIÓN CONTROLADA POR



PRESIDENTE ANTONIO FERNÁNDEZ-GALIANO

VICEPRESIDENTE GIAMPAOLO ZAMBELETTI

DIRECTOR GENERAL: Nicola Speroni

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICACIONES: Aurelio Fernández

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICIDAD: Jesús Zaballa

PUBLICIDAD: DIRECCIÓN GENERAL DE PUBLICIDAD Tel: 91 443 55 09 / SECRETARÍA DEPARTAMENTO DE PUBLICIDAD Tel: 616 506 719 / COORDINACIÓN Tel: 91 443 52 58 / 91 443 52 80 Fax: 91 443 56 47 / INFORMACIÓN PUBLICIDAD marketingpublicitario@unidadeditorial.es / CATALUÑA: Mar de Vicente, Avinguda Diagonal, 431 bis, 6ª planta. 08036 Barcelona. Tel: 93 496 24 22. / ZONA NORTE: María Meler, Plaza Euzkadi, 5, planta 15, sector 4. 48009 Bilbao. Tel: 94 473 91 07. / LEVANTE: Marcos de la Fuente, Plaza de América, 2, 1ª planta. 46004 Valencia. Tel: 96 337 93 27. / ANDALUCÍA Y EXTREMADURA: Rafael Marín, Avda. República Argentina, 25, 8ª B. 41011 Sevilla. Tel: 96 499 07 21. / INTERNACIONAL: Juan Jordán de Urries, Avda de San Luis, 25. 28033 Madrid. Tel: 91 443 55 24.

COMERCIAL: SUSCRIPCIONES Avenida de San Luis, 25-27.1ª planta. 28033 Madrid. Tel. 91 275 19 88. TELÉFONO PARA EJEMPLARES ATRASADOS Y ATENCIÓN AL CLIENTE 91 050 16 29.

DISTRIBUYE Logintegral 2000, S.A.U. Tel. 91 443 50 00. www.logintegral.com

RESÚMENES DE PRENSA. Empresas autorizadas por EXPANSIÓN (artículo 32.1, Ley 23/2006). Acceso, TNS Sofres, My News y Factiva.

IMPRESA: BERMONT IMPRESIÓN, S.L. Tel. 91 670 71 53. Fax: 91 327 89 93.

Depósito Legal M-15572-1986 ISSN 1576-3323

Edita: Unidad Editorial, Información Económica S.L.U.