

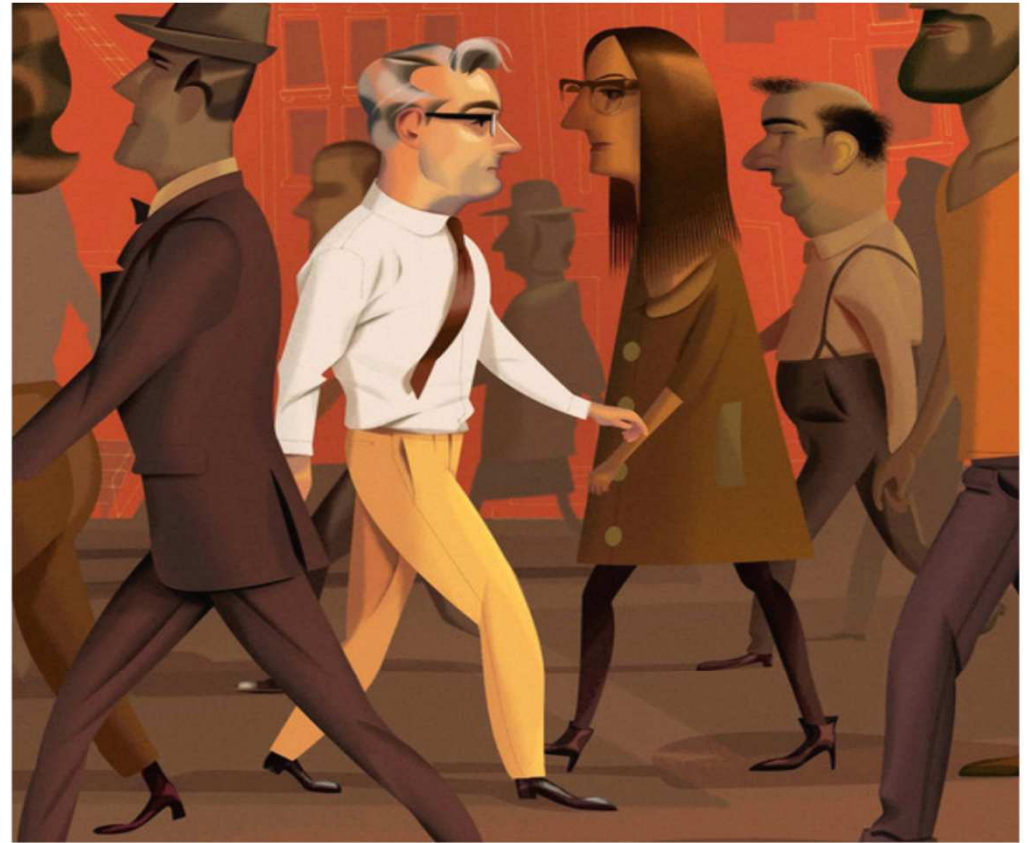
ANDBANK RESEARCH

Global Economics &
Markets

Alex Fusté
Chief Economist

alex.fuste@andbank.com

+376 881 248



Working paper – 88 *(update)*

**Sobre los clichés y como beneficiarse de las
decisiones del consenso**

Febrero 2015

ANDBANK /
Private Bankers

Ha habido, a lo largo de la historia económica, lo que podríamos llamar “verdades generalmente aceptadas” que han condicionado las decisiones de los inversores pero que, con el transcurso del tiempo, se han revelado como argumentos equivocados.

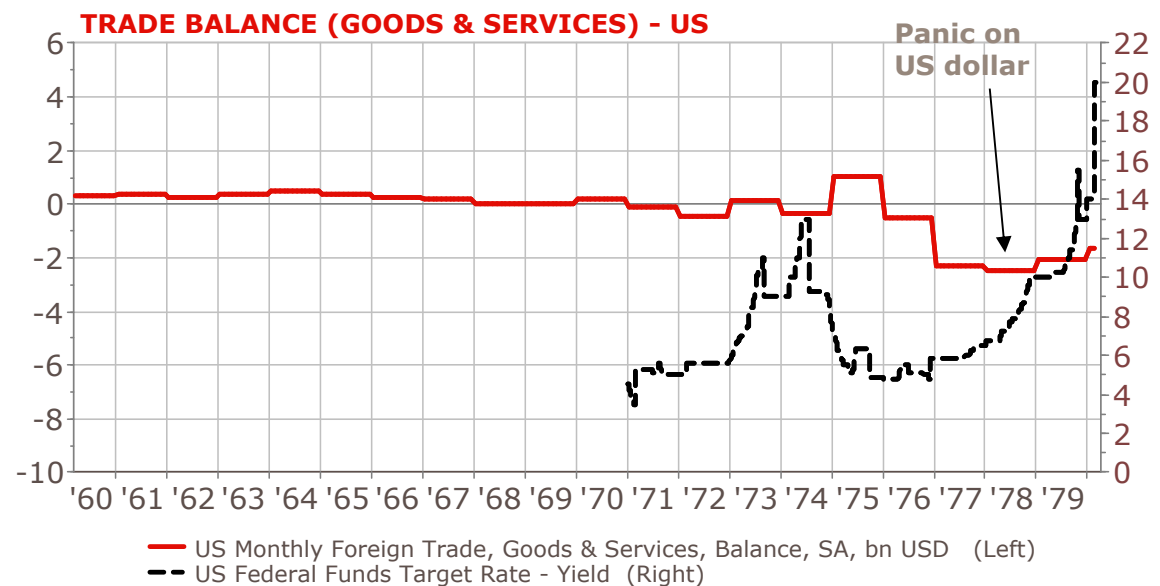
Esta sucesión de hechos ha resultado en muchos inversores finales que, habiendo abrazado esos discursos imperantes, acabaron siendo víctimas de dichas obsesiones.

Hoy en día existe un consenso monolítico sobre cuestiones tales como el QE, los beneficios de las devaluaciones competitivas, la necesidad de mantener los tipos bajos, etc. Desde luego, no sabemos a ciencia cierta cuales pueden ser todos los efectos de tales medidas, pero, como en el pasado, creemos que puede haber más mito que razón detrás de ésta doctrina imperante.

Clichés históricos – 1976: “El déficit comercial crónico en USA llevará a una pérdida permanente en el valor del USD”

En las postrimerías de los años 70, un gran número de los participantes del mercado creía que el dólar estaba destinado a caer estructuralmente como consecuencia de su gran, e imparable, déficit comercial.

Paul Volcker aumentó tipos con el objetivo de evitar un mayor deterioro de ese déficit comercial.

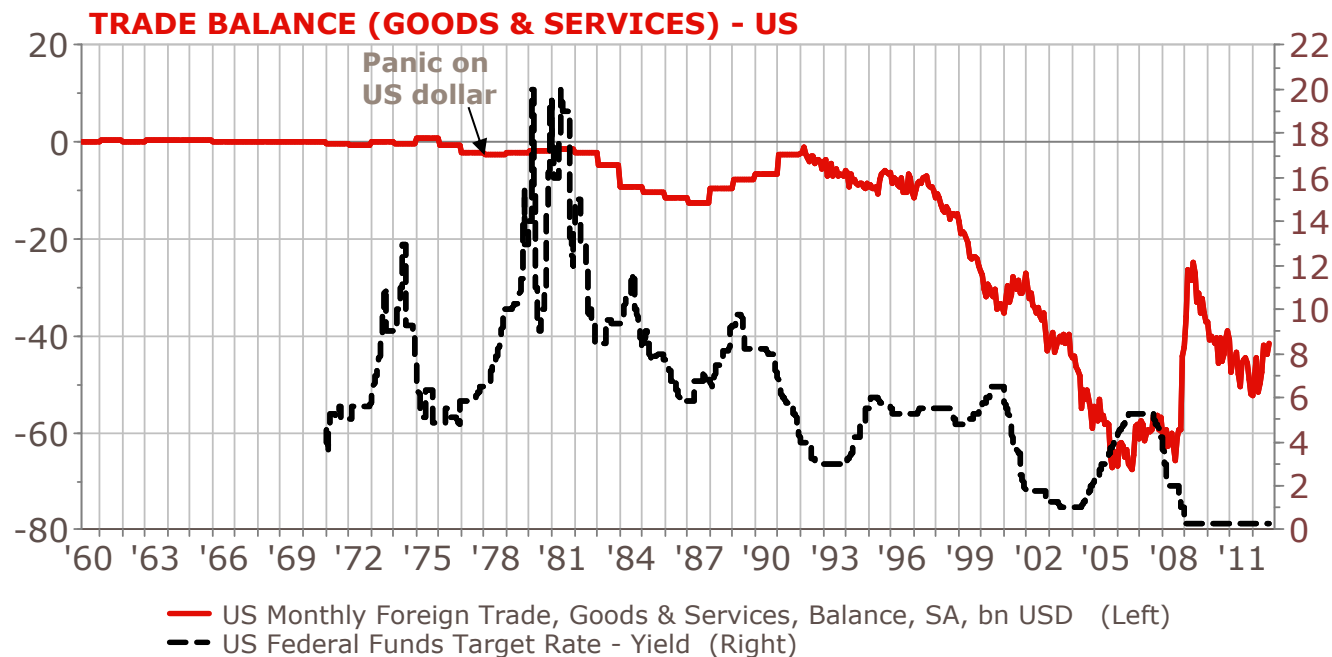


US, Census Bureau

©FactSet Research Systems

... A pesar de que, efectivamente, el déficit comercial USA siguió acentuándose (triplicándose en los años subsiguientes) y pasó a convertirse en algo crónico, el Dólar dobló su cotización (incluso tras la posterior normalización –bajada- de tipos de la Fed).

Como resultado de esa obsesión, muchos inversores sufrieron una pérdida (por el “efecto llamada”), y lo que es peor, se perdieron la recuperación posterior.

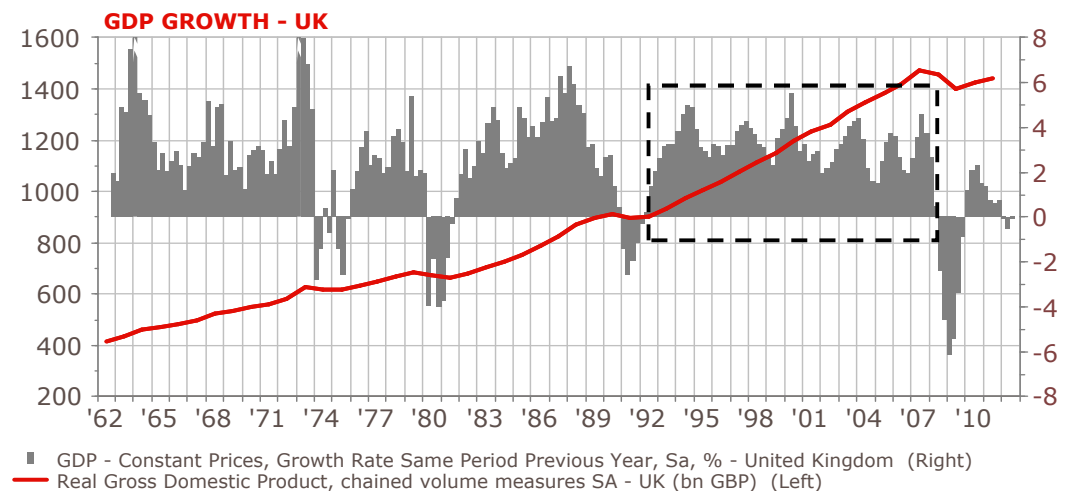


US, Census Bureau

©FactSet Research Systems

Clichés históricos – 1992: “La clave para el éxito económico reside en el intervencionismo cambiario” (En la época esto era intervenir para mantener las divisas en el ECU, haciendo subir las divisas débiles y vendiendo las fuertes)

- En 1992, la opinión inteligente en Europa (industrialistas, patronales, sindicatos, políticos, etc.) creían que la clave para el éxito económico estaba en mantener las divisas dentro del régimen ECU (en las que todas oscilaban de forma estable entorno al marco alemán)
- Cuando George Soros provocó la ruptura en el cambio fijo de la Libra Esterlina (causando su salida del régimen de cambios fijos), la misma opinión inteligente estimó un grave impacto negativo para el Reino Unido, sin embargo, tras este hecho, el Reino Unido experimentó su mejor periodo económico de la historia
- La obsesión era mantener las divisas en el régimen ECU (lo que hacía estrictamente necesario el intervencionismo cambiario).
- Como resultado de esta obsesión, muchos inversores abandonaron su exposición a las economías que fueron “expulsadas” del régimen cambiario, experimentando las típicas pérdidas por las súbitas ventas, y lo que es peor, perdiéndose las recuperaciones posteriores fruto del inesperado boom económico en dichas economías.



Andbank, UK Office for National Statistics, OECD

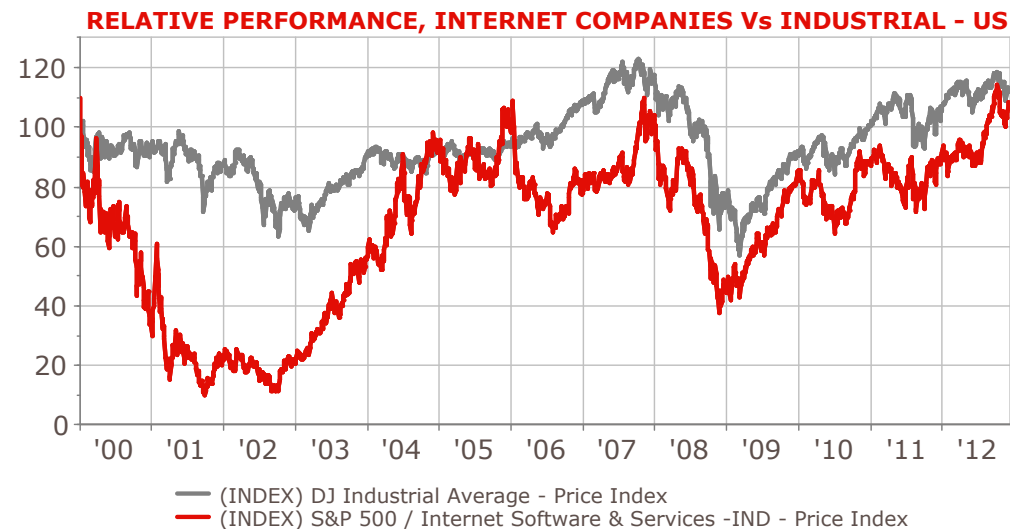
©FactSet Research Systems

Clichés históricos – 1999: “Las nuevas compañías relacionadas con internet merecen cotizar con múltiplos mucho mas elevados que las viejas compañías industriales”

A finales de los 90, la gran mayoría de los inversores creían que las “nuevas” empresas tecnológicas (relacionadas con internet) merecían cotizar a múltiplos mas elevados que las “viejas” empresas industriales.

Incluso se llegó a aceptar que, entre estas nuevas empresas, eran preferibles las que presentaban pérdidas (ya que eran percibidas como las mas nuevas y punteras, y que destinaban mas recursos a la inversión).

Así pues, todo el mundo consideró apropiado sobreexponerse a estas acciones siguiendo esa “verdad” casi tautológica.



Andbank, Standard & Poors Corporation

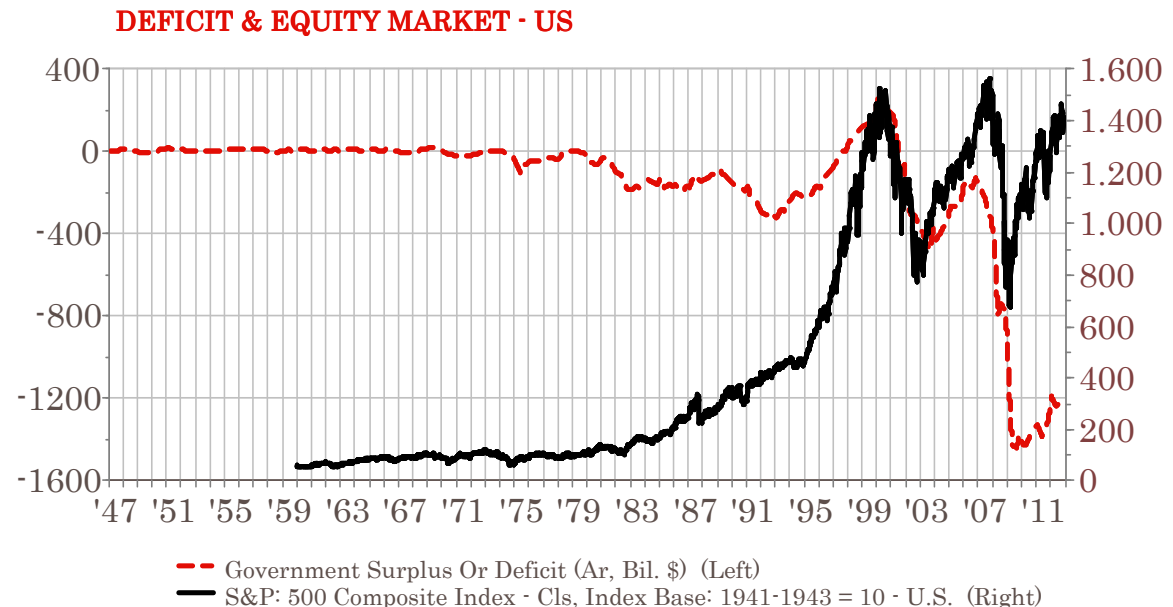
©FactSet Research Systems

Visto en perspectiva, la implementación de dicha estrategia no ofreció grandes resultados.

Clichés históricos – 2012: “El ajuste/disciplina fiscal resulta en caídas en la bolsa”

En 2012, existía un fuerte consenso de que el Fiscal Cliff (ajuste fiscal en USA por la falta de acuerdo en el congreso para continuar levantando el techo de la deuda) iba a resultar en fuertes caídas de las bolsas.

Bien. En primer lugar, no hay evidencia histórica de que un ajuste fiscal desemboque en una caída de mercados (ver el grafico superior, periodos 92-97, 2003-2006 y 2010-2014)



Conference Board, BEA

©FactSet Research Systems

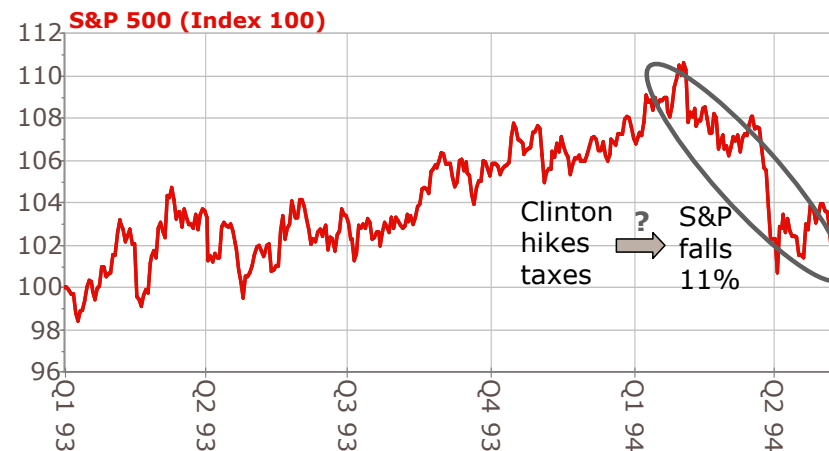
Clichés históricos – 2012: “El ajuste/disciplina fiscal resulta en caídas en la bolsa”

En segundo lugar, tampoco es cierto que un ajuste fiscal (vía aumento de impuestos) resulte en caídas de las bolsas.

Hay quien utiliza el periodo 93-94 (en el que Clinton aumentó los impuestos para corregir doce años de “Reaganismo”) y que coincidió con una caída del mercado del 11%, para acusar a los ortodoxos de que las políticas de ajuste hundieron a los mercados.

Sin embargo, visto en perspectiva (y siendo honestos), observamos como el mercado acabó haciéndolo muy bien en un entorno de mayor equilibrio fiscal. Tras el 94, la victoria de los Republicanos no representó la retirada de las medidas de Clinton y, sin embargo, la bolsa continuó subiendo.

De hecho, y como apunte interesante, obsérvese como uno de los episodios más negativos de bolsa (2000-2003) coincide con una política de déficit fiscal (G. Bush tax cuts en 2001). Por lo que tampoco puede asegurarse que las políticas fiscales expansivas ayuden a las bolsas.



(INDEX) S&P 500 - Price Index

Andbank, Standard & Poors Corporation

©FactSet Research Systems

Clichés históricos – 2015: “La devaluación del EUR ayudará a reactivar la economía vía sector exterior”

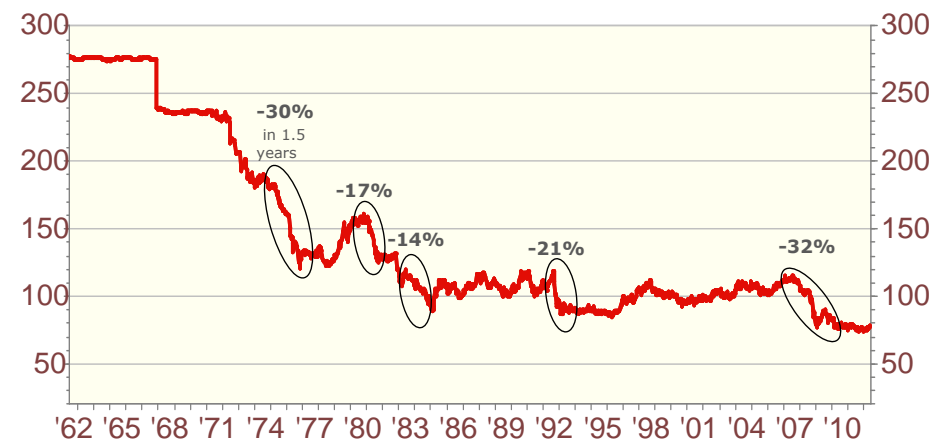
Una de las mayores falacias en economía es creer que las devaluaciones dan lugar a una mejora de las exportaciones, resultando en una mejoría estructural de la economía.

Las devaluaciones competitivas son una falacia en el actual contexto global.

El Reino Unido ha depreciado de forma vigorosa su divisa desde 2007 contra el resto de monedas (ver gráfico superior), sin embargo, esto no ha servido para que las exportaciones de UK lo hayan hecho mejor que el resto de países europeos.

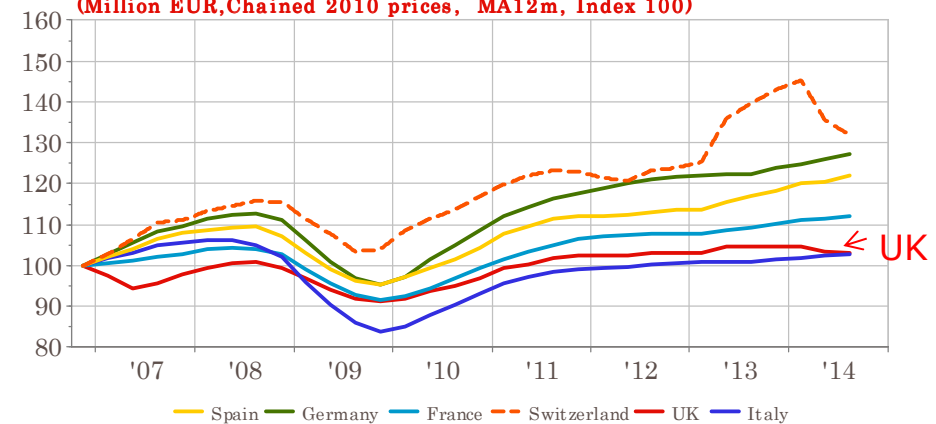
De hecho, el comportamiento del sector exterior del Reino Unido (para este mismo periodo) se halla entre los peores países.

GBP EXCHANGE RATE - BROAD (ex-eur) - Index100 Base dat



— GBP Exchange Rate vs Basket (USD, AUD, CAD, HKD, SGD, CHF, JPY)

EXPORTS OF GOODS & SERVICES - UK Vs COMPARABLES
(Million EUR, Chained 2010 prices, MA12m, Index 100)



Source: Eurostat, Andbank

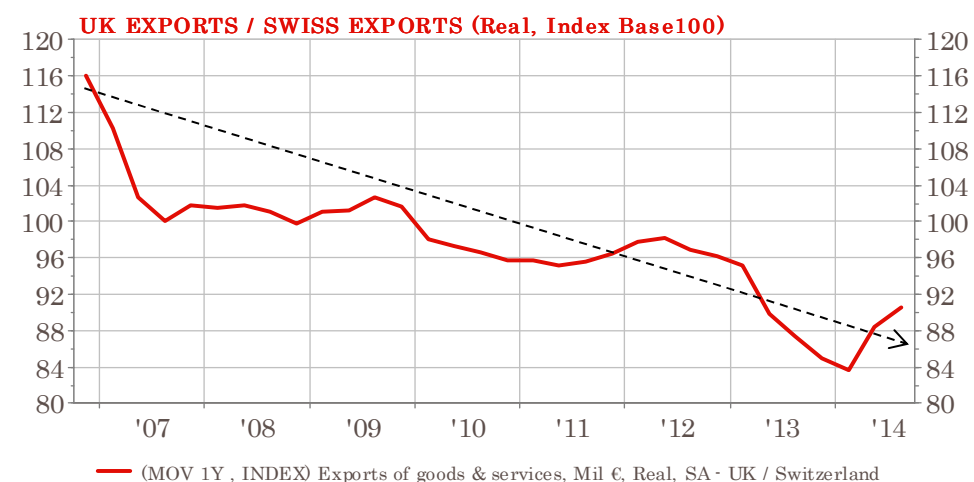
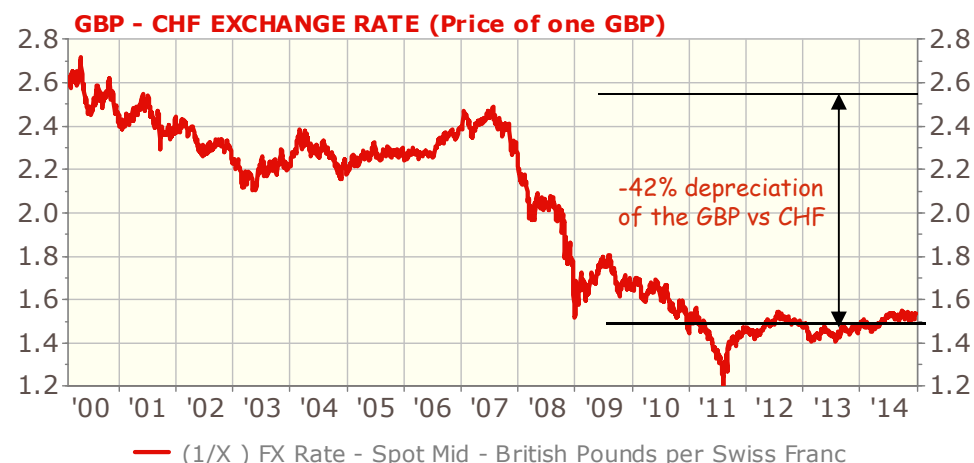
©FactSet Research Systems

Clichés históricos – 2015: “La devaluación del EUR ayudará a reactivar la economía vía sector exterior”

Si realizamos la comparativa con el país contra el que la Libra Esterlina mas se ha depreciado (Suiza), observamos como ...

... a pesar de esta “tremenda ventaja” (por devaluación), las exportaciones británicas han fracasado en su intento de lograr girar la tendencia negativa entre ambos sectores exteriores (UK vs. Suiza)...

... lo que me ofrece una extraordinaria y clara indicación de las limitaciones inherentes de las erróneamente llamadas “devaluaciones competitivas”.



Eurostat, Andbank

©FactSet Research Systems

Clichés históricos – 2015: “Los tipos al 0% ayudarán a impulsar el consumo y, por lo tanto, el crecimiento”

Creo que digo una obviedad al afirmar que en economía está lo que se ve y lo que no se ve. Pues aún a riesgo de que lo sea, me tomaré la libertad de repetirla en este trabajo, pues parece que la gente lo ha olvidado.

Tengo la ligera impresión de que sólo se nos están explicando las ventajas de tener los tipos al 0% durante tanto tiempo, y sin embargo, no se nos están explicando los costes de llevar la política monetaria al límite.

Atiendan a esta reflexión. Fijando los tipos al 0% se pretende abaratar el crédito y desincentivar el ahorro (secuestrando la rentabilidad del ahorro y practicando la eutanasia al ahorrador). Es entonces cuando me asaltan ciertas dudas:

1. Abaratar el crédito equivale a subsidiar al que pide el crédito. En un mundo normal, el subsidio de alguien sale del impuesto de otro. La pregunta es simple: ¿Con los tipos al 0%, a quien estamos subsidiando y a quién estamos fiscalizando? En mi opinión estamos subsidiando al que se endeuda (curioso, si consideramos que estamos en una crisis de deuda), y estamos fiscalizando al ahorrador (desincentivándolo). En la situación actual, el endeudado acostumbra a ser el estado, con lo que en realidad estás transfiriendo riqueza desde el sector privado al sector público. Nada bueno si consideramos cuales son los multiplicadores del dinero en el sector privado (5x) y en el sector público (entre 0 y 2x).
2. Practicar la eutanasia del ahorrador tendrá consecuencias graves: Si bien es cierto, todo el ahorro no es igual a la inversión, sin embargo, lo que sí es cierto es que toda la inversión viene del ahorro, por lo que, desincentivar el ahorro implica desincentivar la inversión. ¿El resultado? Una economía mas mediocre en el futuro. Esto equivale a decir que estamos trasladando el coste oculto de estas medidas al futuro.

Conclusiones

1. Han habido a lo largo de la historia económica lo que podríamos llamar “verdades generalmente aceptadas” que han condicionado las decisiones de los inversores pero que, con el transcurso del tiempo se revelaron como argumentos equivocados.
2. El uso frecuente de esos argumentos (originalmente considerados como innovadores), convirtió a dichas ideas en clichés que debían usarse de forma casi automática, provocando movimientos de masas en mercados financieros.
3. Una vez el tiempo evidenció que estas ideas no eran mas que meras obsesiones, los mercados siempre han reaccionado de forma abrupta y contraria a la tendencia anterior, provocando grandes pérdidas a muchos inversores (que actuaron súbitamente ante el pensamiento imperante y que después se perdieron el proceso de normalización).
4. Hoy parece haber un consenso monolítico (obsesivo) sobre muchas de las decisiones que se han acabado tomando, precisamente por esta presión del consenso.
5. Estas decisiones tienen que ver con unos pretendidos beneficios de llevar la política monetaria al límite (tipos al 0%), o con la decisión de expandir la base monetaria como mecanismo de transmisión de política monetaria, o con la decisión de depreciar la divisa, etc...
6. Mucho me temo que, como en el pasado, este consenso monolítico es fruto del uso excesivo de clichés, y que el transcurso del tiempo también demostrará que puede tratarse de argumentos equivocados.
7. **¿Puedo beneficiarme de las decisiones del consenso? Si. El camino es el estudio, y el resultado será una función lineal del conocimiento. Solo así podrás mantener una voz (y posición) contraria. Recuerden que la cosa mas contraria de todas no es oponerte al consenso, sino pensar por ti mismo.**

Legal Disclaimer

Todas las secciones de esta publicación han sido preparadas por un equipo de analistas de la institución financiera.

Las opiniones expresadas en este documento están basadas en la valoración de información pública y privada. Estos informes contienen evaluaciones sobre información económica y factores sociales y políticos relevantes, de naturaleza técnica y subjetiva, de los que los analistas de la institución financiera han extraído opiniones, evaluado y resumido la información que creen que es más objetiva, subsecuentemente aceptándolas y formulando opiniones razonables en los temas analizados.

Las opiniones y cálculos en este documento se basan en eventos y condiciones del mercado que tuvieron lugar antes de la publicación de este documento, y por lo tanto no pueden ser factores determinantes en la evaluación de eventos futuros que tendrán lugar después de esta publicación.

La institución financiera puede tener opiniones sobre instrumentos financieros que difieren completa o parcialmente del consenso general del mercado. Los índices de mercado elegidos han sido seleccionados siguiendo el criterio exclusivo que la institución financiera ha considerado más apropiado.

La institución financiera no puede, de ninguna manera, garantizar que las predicciones o eventos en este documento tendrán lugar, y recuerda expresamente a los lectores que cualquier resultado pasado no implica, en ninguna circunstancia, rendimientos futuros; que las inversiones analizadas pueden no ser adecuadas para todos los inversores; que las inversiones pueden oscilar con el paso del tiempo en términos de su precio y valor por acción; y que cualquier cambio que pueda ocurrir a los tipos de interés o a cotizaciones de divisas son otros factores que también pueden desaconsejar seguir las opiniones expresadas aquí.

Este documento no puede verse, bajo ninguna circunstancia, como una oferta o propuesta para comprar productos financieros u otros instrumentos mencionados, y toda la información de este documento es para finalidades orientativas y no debería verse como el único factor relevante a la hora de decidir proseguir con una inversión específica.

Este documento no analiza, por lo tanto, ningún otro factor determinante para valorar adecuadamente la decisión de llevar a cabo una inversión específica, como por ejemplo el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación económica, la duración o la más alta o baja liquidez de la inversión en cuestión. En consecuencia, los inversores son responsables de buscar y obtener consejo financiero adecuado para poder valorar los riesgos, costes, y otras características de cualquier inversión que deseen llevar a cabo.

La institución financiera no puede aceptar ninguna responsabilidad por la precisión o idoneidad de las evaluaciones o cálculos del sistema usado en la valoración en este documento, o cualquier posible error u omisión que pueda haberse cometido durante la preparación de este documento.

La institución financiera se reserva el derecho de cambiar, total o parcialmente en cualquier momento, la información contenida en este documento.