

**Flash Note:
06/08/2019**

Alex Fusté
[@AlexfusteAlex](#)
alex.fuste@andbank.com

Ver no es mirar. ¿Tensión comercial detrás de las caídas? Lo dudo.

La mayoría de los inversores confunden el ver con el mirar. Miran las cotizaciones en la pantalla, la asocian con las nuevas tarifas anunciadas por Trump y ya tienen armado el argumento (al menos eso es lo único que leo hoy en todos los papers que recibo). Intuyo, a partir de aquí, que todos los inversores se fijarán únicamente en la evolución del conflicto comercial, malgastando sus merecidos días de vacaciones conectados a twitter para ver si las tarifas se aplican o no. Un error, además de una pérdida de tiempo, que puede resultar muy caro.

Si los inversores hubieran visto (y no solo mirado), sabrían que la BEA (Bureau of Economic Analysis) ha revisado sustancialmente a la baja los resultados empresariales en los EUA de los últimos dos años. Como lo oyen. Cosas de este maravilloso mundo financiero, que reparte decepciones con la prontitud con la que un político estrecha manos.

Les resumo el contenido de dicho informe y les hablo luego de las implicaciones:

1. Antes de la revisión, el común de los mortales (incluido quien les escribe) pensaba que los beneficios empresariales venían creciendo desde 4Q16. Sin embargo, el informe del BEA revela unas ventas menores y un aumento salarial (costes) mucho mayores, lo que ajusta la evolución de los beneficios (pretax) a una tendencia prácticamente plana desde Diciembre de 2016. En beneficios después de impuestos sí que hemos visto un crecimiento a partir de Diciembre 2017, cuando Trump hizo efectiva su rebaja impositiva. Pero claro, eso es inorgánico.
2. La revisión a la baja en ventas, y al alza en salarios, ayudan a explicar varias cosas:
 - a. Porqué las empresas no han invertido como se esperaba...
 - b. ...que los salarios en realidad no eran tan bajos como decían las estadísticas. Algo que no se entendía en un entorno de ocupación y participación tan fuerte. Las cifras revisadas explican hoy la fortaleza del consumo.

Implicaciones:

1. **Entendiendo la volatilidad reciente:** Con un punto de partida en BPA (o EPS) más bajo, el mercado pasará unas semanas revisando ahora todos los objetivos de EPS 2019 – 2020. De hecho ya ha empezado y anda aún un poco despistado. Es esa falta de información lo que inyecta temor.
2. **¿De qué cantidad de ajuste en BPA hablamos?** Según los criterios del BEA (Inventory valuation y Capital consumption Adjustment), el beneficio neto de las empresas no financieras en USA para el 2018 no fue de US\$1.17trn (como así se publicó y asumimos todos), si no que la cifra ajustada es de US\$0.94trn. **Eso es un 20% menos, y eso provoca dolor.** Es por eso que dudo que la verdadera causa detrás de las caídas recientes sea el anodino asunto del conflicto comercial (como así lo cree el 99,99% de inversores).
3. Esta revisión en ventas, costes y beneficios, hace aflorar otra realidad también ignorada; y es que el ROIC venía desacelerándose desde el 6% en 1Q2017, al 5.4% a Dic 2018. Un comportamiento que (ahora sí) cuadra completamente con la fase de madurez del ciclo en la que estamos. No podía ser que el ROIC se acelerara tras 10 años de ciclo (como así se indicó en 2017).
4. **Les doy una buena noticia para acabar con buen sabor de boca:** Una vez el ajuste de las cotizaciones haya acabado (y creo que dicho ajuste debe tener un límite acumulado máximo del 20%, aunque creo que no se llegue a ese escenario), el mercado de acciones tiene buenos argumentos para reemprender su senda alcista con fuerza. La razón es que, si bien el ROIC se ha moderado (hasta el 5.4%), se encuentra aún muy por encima del coste del capital de las empresas no financieras (que se encuentra a niveles del 1.9% como máximo, pues tomo para ello la TIR promedio de los bonos Investment Grade en USA con vencimientos superiores a 15 años). Eso arroja una idea clara de que tiene sentido tomar dinero prestado e invertirlo, lo que supone un signo necesario (y probablemente suficiente) de que no hay un riesgo próximo de recesión.
5. Si bien esto es un golpe para la confianza de la comunidad inversora, y que puede derivar en acumulación de cash en el corto plazo, la total ausencia de valor alguno en el mercado mundial de deuda hace que las acciones sigan siendo el activo preferible (y me pregunto si único) para el capital financiero en un mercado en el que las alternativas se excluyen.

Dicho esto, una cosa tengo sí clara a estas alturas. Preferiría trabajar de Cocktólogo.

Saludos