

Market Clip

06 de Septiembre de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Seguimos positivos con las bolsas a pesar de la volatilidad

A pesar de la volatilidad de las últimas semanas, **esperamos que los próximos meses sean buenos para las bolsas, y que, poco a poco, las de emergentes, la zona euro y Japón recuperen parte del terreno perdido.** Explicamos en esta nota cómo hemos llegado hasta aquí y por qué seguimos siendo optimistas.

Al inicio de 2018...

...esperábamos un crecimiento razonablemente fuerte y concertado en el mundo desarrollado tanto a nivel país como de beneficios empresariales. Pese a que afirmábamos entonces que muchos activos de renta fija y renta variable estaban caros, argumentábamos que mientras que la inflación siguiese estando contenida, los mercados lo podrían hacer razonablemente bien este año.

A pesar de que la inflación no ha crecido mucho, estamos viendo un año con volatilidad, que ha dejado a la mayor parte de las bolsas mundiales con rentabilidad negativa con la clara excepción de las bolsas americanas. Los mercados de renta fija han tenido un comportamiento negativo: caídas de la deuda gubernamental europea por la periferia, corrección de la americana por subida de tipos, y correcciones importantes de activos más arriesgados como la deuda financiera y emergente.

¿Qué ha ocurrido desde entonces?

1. EEUU:

La macro sigue fuerte en todo el mundo, pero de forma menos sincronizada que a principios de año. **Destaca entre todas las áreas geográficas la fortaleza de EEUU, el único país que sigue acelerando y cuyo PIB podría estar creciendo a un ritmo superior al 3% a finales de año.** Además, la reforma fiscal de Trump ha hecho despegar los beneficios de las empresas americanas, que se espera que crezcan un 23% este año.

“a pesar de que la inflación no ha crecido mucho, estamos viendo un año con volatilidad que ha dejado a la mayor parte de los activos mundiales con rentabilidad negativa con la clara excepción de las bolsas americanas”

“esperamos que, poco a poco, las bolsas de emergentes, la zona euro y Japón recuperen parte del terreno perdido con el S&P 500”

1. Las bolsas americanas son las únicas con rentabilidad positiva en 2018



Fuente: Bloomberg

En EEUU, los efectos positivos de la reforma fiscal están compensando los negativos de la guerra comercial. Nosotros creemos que al ciclo americano aún le queda tiempo: estamos en un entorno de inflación y tipos relativamente bajos en términos históricos. Aunque este *status quo* podría cambiar, no esperamos que lo haga en los próximos meses. Tenemos esperanzas de que el fuerte crecimiento de la economía se pueda imponer a una valoración ajustada en bolsa americana.

“En EEUU, los efectos positivos de la reforma fiscal están compensando los negativos de la guerra comercial”

2. EUROPA:

Durante la primera mitad de 2018 el crecimiento de la zona euro se ha ralentizado sustancialmente. En el gráfico 2 podemos ver como la actividad ha frenado, aunque ya se observan señales de estabilización.

El miedo a una guerra comercial, el Brexit y la apreciación del petróleo han tenido un impacto negativo en las expectativas económicas de la zona. Además, la promesa del BCE de mantener tipos muy bajos durante más tiempo de lo esperado ha sido muy dañina para las expectativas de beneficios de los bancos, llevando al sector financiero en la zona euro a acumular una rentabilidad negativa del 23% en lo que va de año. Su peso en el Euro Stoxx es muy relevante: un 19% frente al sólo un 13% en el S&P 500, lo que también explica en parte el peor comportamiento del índice europeo.

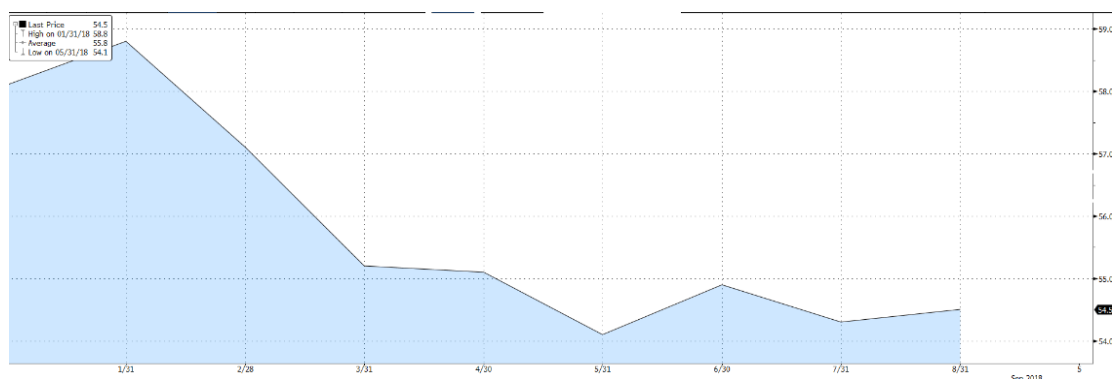
Pero somos positivos. Creemos que el efecto Trump ya está bastante descontado en Europa, que los tipos de interés podrían subir ligeramente a futuro (bueno para los bancos), y en resumen, que **la economía será más estable, lo que ayudará a los mercados los próximos meses.** El ritmo actual es menor que en 2017, pero todos los indicadores apuntan a un crecimiento de alrededor del 1,5% y a una estabilización en estos niveles. Además, las expectativas del mercado ya se han moderado mucho y los datos macro que se vayan publicando probablemente estén en línea con las expectativas y con esos niveles de crecimiento durante el resto de 2018.

“la promesa del BCE de mantener tipos muy bajos durante más tiempo de lo esperado ha sido muy dañina para las expectativas de beneficios de los bancos”

3. EMERGENTES:

Varios factores han estado afectado negativamente a la macro emergente: **la subida de los tipos de interés y del dólar en EEUU encarece el coste de financiación en divisas de algunos países y la apreciación del petróleo afecta a la inflación y a las cuentas exteriores de otros.**

2. El crecimiento en la UE se ha desacelerado en 2018, pero es positivo y se ha estabilizado.



Fuente: Bloomberg

Los países más castigados están siendo los que tienen unas cuentas públicas más desequilibradas, aunque la corrección (en mucha menor medida) es generalizada. Destaca la situación de Turquía y Argentina, donde un crecimiento peor, la delicada situación de las cuentas públicas en ambos países y el efecto de tipos, dólar y petróleo han provocado una fuerte corrección de sus divisas.

Sin embargo, los países emergentes más relevantes siguen manteniendo un ritmo de crecimiento razonable. **Un caso especial es China, que consideramos muchísimo más importante para la macro global que Argentina o Turquía.** Allí, el crecimiento sigue siendo razonable a pesar de la desaceleración. Además, **creemos que veremos el crecimiento de China estabilizarse o mejorar durante lo que queda de 2018:** durante los últimos meses, su economía ha sido impactada por la apreciación del dólar, la subida de tipos en EEUU, la guerra comercial con EEUU y por una reducción de los estímulos gubernamentales tras el congreso del partido comunista. Todo esto ha derivado en una macro débil durante la primera mitad del año.

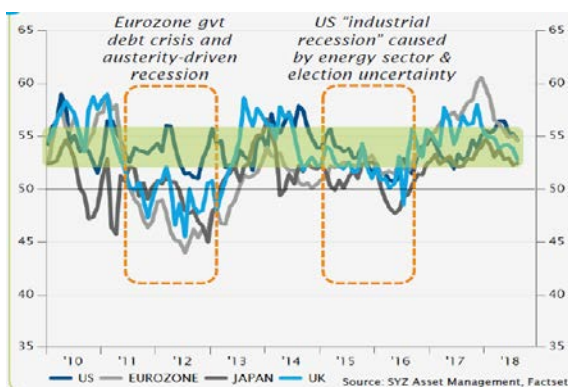
Pero recientemente hemos visto factores positivos para la economía local: nuevos programas estatales de gasto, relajación de los estándares de crédito exigidos a los bancos, inyecciones de liquidez y una importante depreciación de la moneda. Creemos que todos estos factores se acabarán filtrando a la economía y que podremos ver una estabilización de los flujos de capital, una estabilización de la moneda y una mejora macro. La bolsa china ha caído este año un 20%, dejando un PER de 13 veces. Aunque este activo es volátil y está en plena corrección, creemos que estamos cerca de un buen momento de compra.

“Creemos que veremos el crecimiento de China, el cual, consideramos muchísimo más importante para la macro global que Argentina o Turquía, estabilizarse o mejorar durante lo que queda de 2018”

Dólar y emergentes

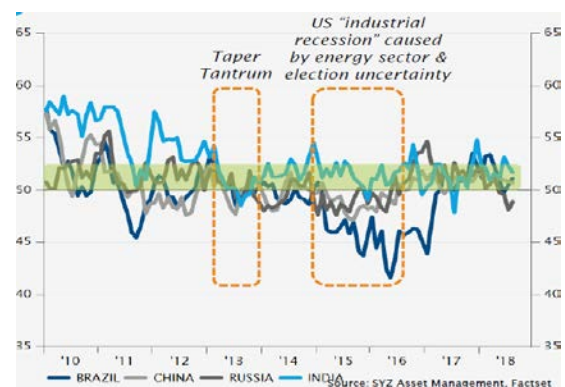
Creemos que el dólar va a corregir contra el euro, lo que sería bueno para los activos emergentes. Es muy difícil predecir el comportamiento de las divisas, pero como esperamos que el crecimiento americano deje de acelerar y que el de la zona euro se estabilice, consideramos probable que el mercado empiece a hablar de la necesidad de subir tipos antes de lo anunciado por el BCE, lo que impulsaría los tipos europeos al alza y el cambio del dólar contra el euro a la baja. Al mismo tiempo, si el crecimiento americano se estabiliza y la inflación se mantiene tan estabilizada como hasta ahora, podríamos ver a la Reserva Federal menos restrictiva que hasta ahora. Tipos más bajos o estables en EEUU y una corrección del dólar serían muy buena noticia para emergentes.

3. PMI Manufacturero en las principales economías desarrolladas.



Fuente: SYZ Asset Management

4. PMI Manufacturero en las principales economías emergentes



Fuente: SYZ Asset Management

En resumen...

- El crecimiento económico se ha ralentizado la segunda mitad de 2018 a excepción de en EEUU, donde sigue muy fuerte.
- A pesar de la ralentización, los últimos datos manufactureros de los países desarrollados apuntan a un nivel de crecimiento muy superior al de los parones de 2011/2012 (crisis periférica) y la desaceleración industrial de EEUU de 2015/2016 (ver gráfico 3).
- **Poco a poco, esperamos que la macro de la zona euro y de China sea más fuerte los próximos meses, lo que podría dar impulso a las bolsas ex EEUU, que se han quedado atrás hasta ahora. Por ahora mantenemos nuestro sesgo positivo a EEUU, pero nos estamos planteando aumentar el peso en emergentes, Japón y zona euro.**
- Esperamos debilidad del dólar, que debería ayudar a emergentes. Pese a la volatilidad que estamos viendo en los activos de estos países, sus datos macro son mejores que en los malos momentos de los últimos años (gráfico 4).

“Creemos que el dólar va a corregir contra el euro, lo que sería bueno para los activos emergentes.”

¿Cómo están posicionadas las carteras?

Lo más relevante es que seguimos estando ligeramente largos de renta variable. Creemos que las bolsas retomarán la tendencia positiva (y no sólo EEUU). Nos mantenemos poco expuestos a renta fija (a excepción de crédito financiero europeo), y seguimos teniendo un porcentaje importante de las carteras en retorno absoluto.

Esperamos una rentabilidad atractiva de las bolsas este año, por eso, estamos largos de bolsa. Pero también creemos que vamos a seguir viendo mucha volatilidad, por lo que **antes de verano redujimos la ciclicidad de las carteras subiendo el peso en EEUU, bajando bancos y materias primas. Estamos volviendo a entrar en bancos europeos tras la corrección de este verano y seguimos estando sobre ponderados en energía, salud y telecom europeas. Nos estamos planteando subir el peso en emergentes y creemos que es buen momento para empezar a tomar posiciones en bolsa China.**

Seguimos estando muy poco expuestos a renta fija, tanto duración como crédito, excepto deuda subordinada financiera e híbridos corporativos, donde vemos mucho valor. Creemos que la deuda más conservadora cotiza a precios caros y obliga a asumir un riesgo no compensado por rentabilidad. Sin embargo la deuda emergente y la financiera, ofrecen una interesante rentabilidad a cambio de asumir una volatilidad elevada.

Seguimos teniendo poca exposición a dólar, que creemos que tiene riesgo a la baja si mejora el crecimiento de la zona euro y/o EEUU desacelera. Tenemos algo de yenes; la divisa nipona se suele comportar especialmente bien cuando las bolsas corrigen.

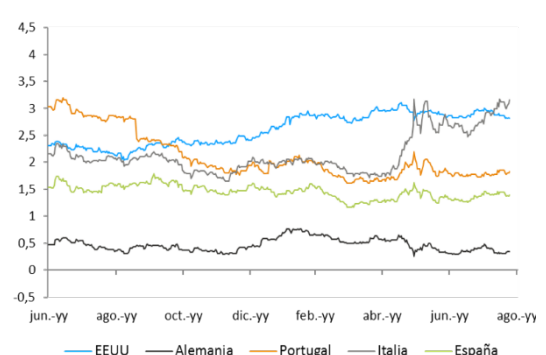
“Esperamos que la macro de la zona euro y de China sea más fuerte los próximos meses, lo que podría dar impulso a las bolsas ex EEUU”

5. Principales índices.



Fuente: Bloomberg

6. Principales bonos a 10 años



Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices

	UW	N	OW
Cash			
Renta Fija			
Crédito			
High Yield			
RF Periférica			
Duración			
Deuda Emergente			
Convertibles			
Renta Variable			
USA			
Europa			
España			
Emergentes			
Japón			
Retorno Absoluto			
Divisas			
USD			
YEN			

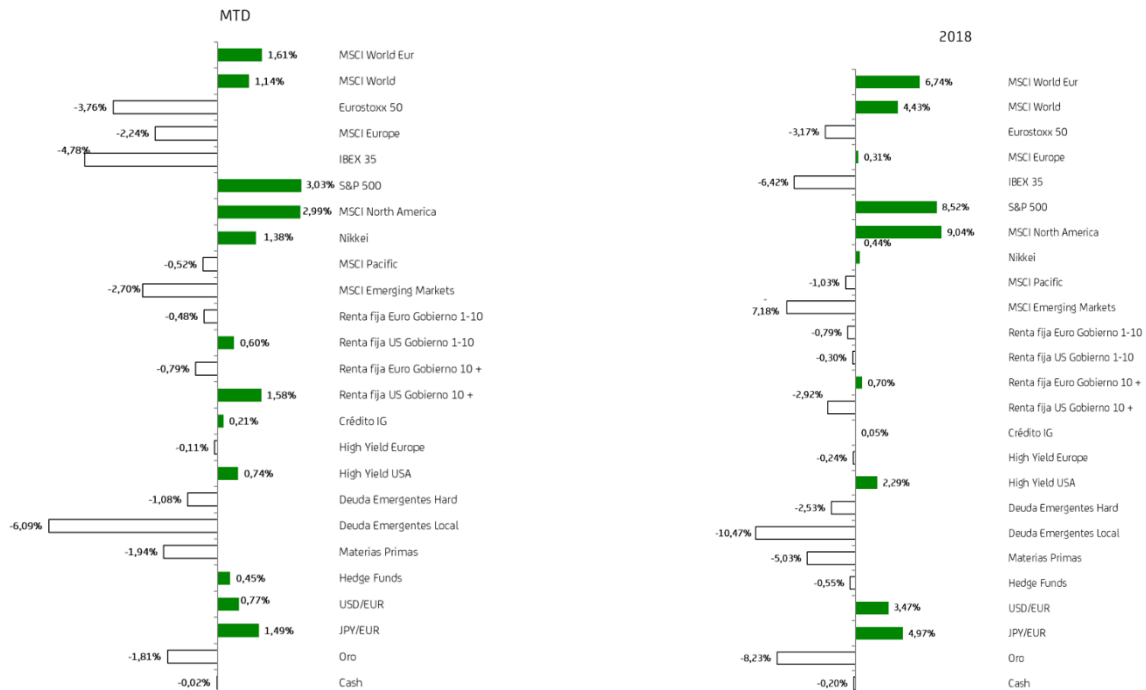
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 31/08/2018)
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)
Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Padilla, 17, 4ª Planta - 28006 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email lopdmw@alantra.com

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email lopdmw@alantra.com

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza