

## Market Clip

04 de Octubre de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

## Análisis mensual de nuestro Asset Allocation

**La macro sigue fuerte en todo el mundo, pero de forma menos sincronizada que a principios de año.** Si hacemos una foto de la situación, observaremos que EEUU crece más que el resto. Sin embargo, si observamos lo ocurrido como un video, veremos que todo el mundo ha decelerado a excepción de EEUU, que ha dado un alto gracias a la reforma fiscal aplicada por su presidente. Pero el efecto de la reforma fiscal se diluirá en 2019, y creemos que el resto del mundo, encabezado por Europa, se estabilizará o acelerará ligeramente, por lo que veremos de nuevo un crecimiento más concertado y algo más débil.

**En EEUU,** la reforma fiscal de Trump ha hecho despegar los beneficios de las empresas americanas, que se espera que crezcan un 23% este año, y por tanto también el crecimiento del PIB. Ayer mismo se publicaron datos francamente buenos en EEUU, tanto de empleo como de la marcha del sector servicios, y el gobernador de la FED alabó la situación de la economía, lo que provocó una escalada de la rentabilidad del bono americano hasta el 3,2% y del dólar hasta 1,14 unidades por euro. Creemos que al ciclo americano aún le queda tiempo: estamos en un entorno de inflación y tipos relativamente bajos en términos históricos, no hay un exceso de consumo ni de inversión, ni una burbuja inmobiliaria. Sí hay otros signos como un exceso de endeudamiento, pero que debería ser manejable con este nivel de tipos de interés. Creemos que, si no hay un shock exógeno, EEUU seguirá relativamente fuerte. Aunque este status quo podría cambiar, no esperamos que lo haga en los próximos meses.

### Resto del mundo:

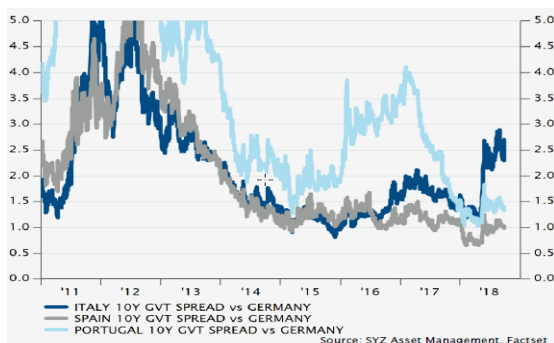
**En Europa,** durante la primera mitad de 2018 el crecimiento se ha ralentizado sustancialmente. El miedo a una guerra comercial, el Brexit y la apreciación del petróleo han tenido un impacto negativo en las expectativas económicas de la zona. Pero somos positivos. **Creemos que Trump llegará a un acuerdo comercial con Europa igual que con México o Canadá,** que los tipos de interés podrían subir ligeramente a futuro ayudando a los bancos y, en resumen, que la economía será más estable. Queremos destacar que las expectativas de los inversores internacionales respecto a Europa se han moderado sustancialmente, lo que ayudará a que haya algo más de optimismo. En resumen, nuestras razones para ser optimistas con la zona euro y sus mercados financieros son: 1) Valoración (el PER 2019 de la zona euro es de 12,8 veces frente a 16,8 de EEUU). 2) Los beneficios esperados de Europa serán más fáciles de conseguir al haberse rebajado las estimaciones. 3) Los últimos meses, el comportamiento en bolsa de los sectores más "value" ha sido francamente malo. El peso de estos en la zona euro es mucho más alto que en EEUU, donde pesan más los sectores "growth". 4) La inflación es aún muy baja en la zona euro. Una reactivación sería buena para mejorar la capacidad de fijación de precios de las empresas. 5) Los tipos de interés siguen siendo muy bajos respecto a EEUU, lo que ayuda a las empresas a crecer. 6) Esperamos un muy buen comportamiento de los bancos en un escenario de tipos más altos (al esperar más crecimiento e inflación), y estos pesan más en la bolsa euro que en otros índices. 7) Nos gusta la bolsa española por su atractiva valoración (PER2019 11,2x) y por el alto peso en el IBEX del sector bancario.

*“Creemos que al ciclo americano aún le queda tiempo”*

*“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 euro. Pero somos positivos”*

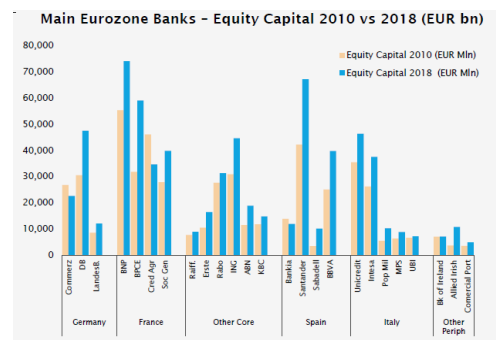
*“Creemos que China verá una mejoría macro los próximos meses”*

1. Primas de riesgo. ¿Contagio? Poco



Fuente: SYZ Asset Management

2. Los bancos euro han mejorado su solvencia sustancialment



Fuente: EBA Risk Dashboard & ECB Supervisory Banking Stats, data as 31.12.2017

**En emergentes hay más dispersión.** 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. Los países más castigados están siendo los que tienen unas cuentas públicas más desequilibradas, aunque la corrección 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.

**Creemos que China verá una mejoría macro los próximos meses:** recientemente 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 hay noticias positivas: 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 y 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.

### ¿Cómo estamos posicionados?

**Estamos ligeramente largos de renta variable. Creemos que la bolsa americana se puede mantener, y que las del resto del mundo podrían rebotar con fuerza si su macro mejora o, en el caso de emergentes, si el dólar corrige ligeramente.** Con la reciente subida de peso de Europa, tenemos un peso parecido entre EEUU y zona euro. **Seguimos estando sobre ponderados en energía, salud y telecom europeas.** Tenemos poca exposición al dólar, y algo de yenes como activo refugio.

**Nos mantenemos poco expuestos a renta fija a excepción de 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, estos bonos ofrecen una interesante rentabilidad a cambio de asumir una volatilidad elevada. Los últimos días de septiembre hemos sufrido en este activo por culpa de la decisión del gobierno italiano de desafiar a Bruselas anunciando un déficit para 2019 muy superior al requerido y esperado. Esto ha producido una corrección en los activos italianos que se ha contagiado al sector financiero de la zona euro. Creemos que poco a poco, el problema quedará más focalizado en Italia (que evitamos) y la deuda financiera recuperará posiciones (ya lo está haciendo esta semana).

### ¿Qué movimientos hemos hecho recientemente?

Manteniendo el peso en bolsa, **hemos incrementado el peso en bolsa de la zona euro contra EEUU, hemos tomado posiciones en bolsa china, y hemos retomado exposición al sector financiero de la zona euro** (explicado en los *market clips* de septiembre).

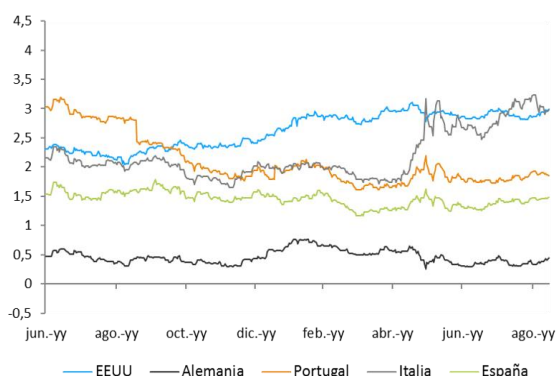
**Esta semana estamos invirtiendo en el sector autos en Europa:** I) Es una forma de aumentar peso en Europa, II) es un sector que consideramos que está excesivamente castigado por la guerra comercial, III) el miedo a un desplazamiento total de las marcas actuales por el coche eléctrico es absurdo, ellas fabricarán más coches eléctricos que nadie (aunque están invirtiendo mucho en I+D), IV) el comportamiento del subsector es uno de los 3 peores en 2018, tiene un PER 12 meses de 6,6 veces frente a 13 de Europa.

*“Nos mantenemos poco expuestos a renta fija a excepción de deuda subordinada financiera e híbridos corporativos, donde vemos mucho valor”*

*“Hemos incrementado el peso en bolsa de la zona euro contra EEUU, hemos tomado posiciones en bolsa china, y hemos retomado exposición al sector financiero de la zona euro (explicado en los market clips de septiembre)”*

*“Esta semana estamos invirtiendo en el sector autos en Europa”*

3. Principales bonos a 10 años



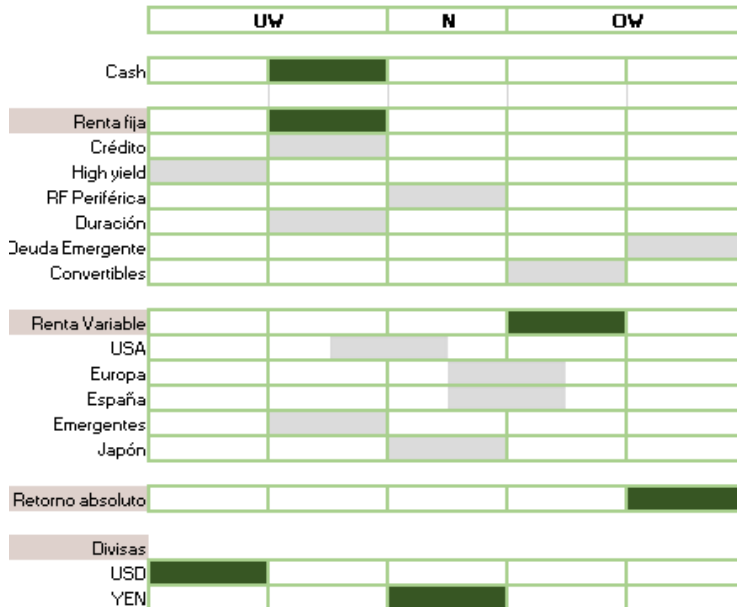
Fuente: Bloomberg

4. Principales índices



Fuente: Bloomberg

## Ponderación de las carteras respecto a los índices



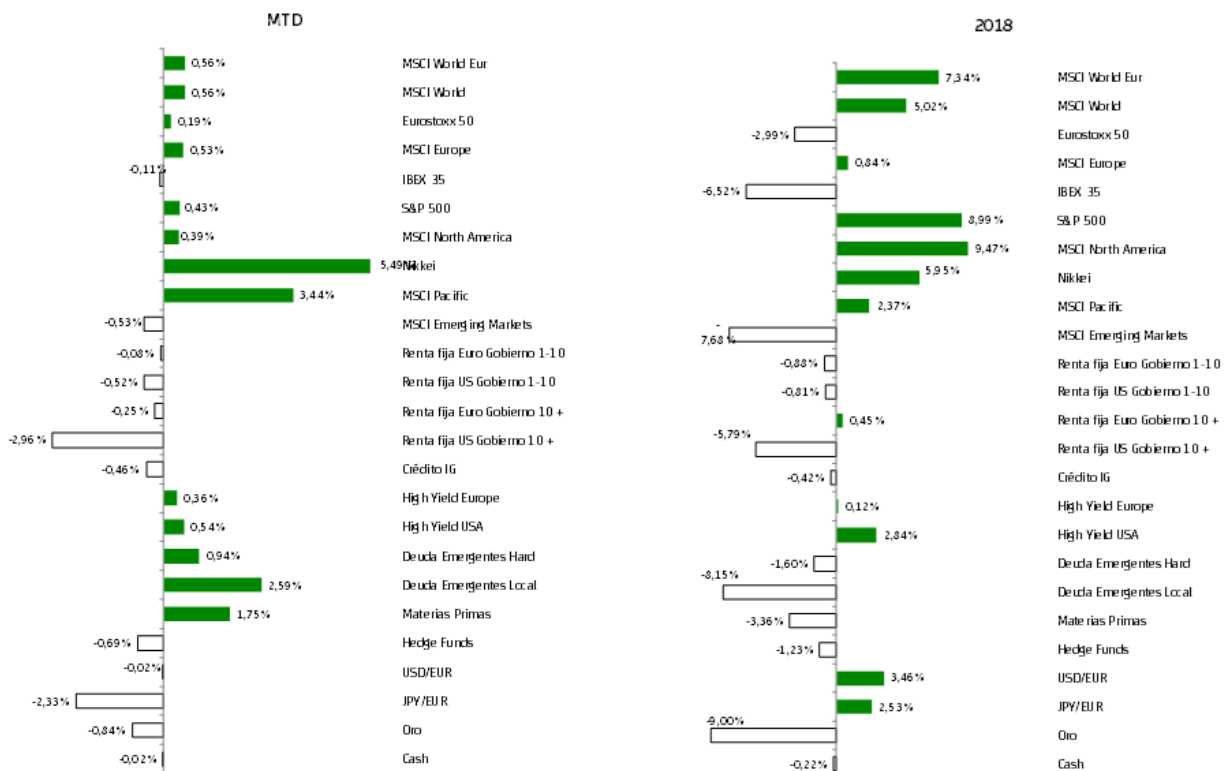
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 28/09/2018)  
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](mailto: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](mailto: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](http://www.alantrawealthmanagement.com)

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