

## Market Clip

22 de Noviembre de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

## Escenarios Macro

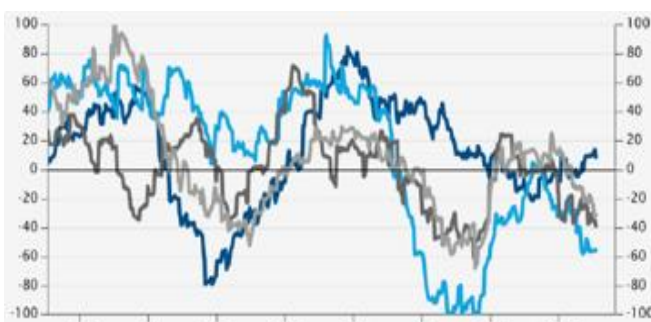
**El entorno macro sigue siendo bueno: el crecimiento económico es fuerte en todo el mundo, pero de forma menos sincronizada que a principios de año.** El problema al que nos enfrentamos es que todo el mundo ha decelerado a excepción de EEUU, que ha dado un salto gracias a la reforma fiscal aplicada por su presidente. A corto plazo eso supone un escollo, porque el crecimiento de EEUU está presionando a la inflación y esta a la FED; el resultado es que la Reserva Federal está aplicando una política monetaria restrictiva en un momento en el que el crecimiento fuera de EEUU es más suave, provocando dudas y volatilidad. Otra consecuencia de la desincronización es que el dólar se ha apreciado gracias a la fortaleza de EEUU y está penalizando a los que se endeudaron en dólares, encareciendo junto con unos tipos más altos los costes de financiación globales. Pese a que esperábamos mayor convergencia a lo largo de 2018, esta no se ha producido. **¿Qué pasará en un futuro?**

*“El crecimiento económico es fuerte en todo el mundo, pero de forma menos sincronizada que a principios de año.”*

**1) Nosotros nos decantamos por un escenario razonablemente positivo en el que** o bien EEUU se enfría ligeramente y vemos a la FED pausar su presión y al dólar frenar o/y los datos en Europa aceleran (quitando también fuerza al dólar). Creemos que es el escenario más probable porque: **1)** EEUU no puede crecer eternamente en solitario: la ralentización del resto del mundo acabará por quitar algunos puntos de crecimiento a EEUU, **2)** el efecto de la reforma fiscal se reducirá sustancialmente en 2019, y **3)** la continua bajada del desempleo y las buenas condiciones financieras para los particulares del Viejo Continente deberían acabar impulsando el consumo en Europa ayudando a un rebote del crecimiento. No debemos fijarnos exclusivamente en el cuadro macro: **las valoraciones de las bolsas empiezan a ser bastante atractivas en Europa, Japón y emergentes, y en EEUU han pasado de ser muy exigentes a bastante razonables. Al mismo tiempo, algunos mercados de renta fija empiezan a ofrecer rentabilidades razonables:** la renta fija emergente da deuda financiera o los híbridos corporativos, ya ofrecen valor. Hace mucho tiempo que ese no era el caso.

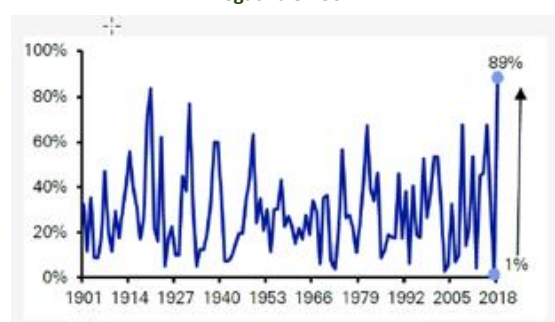
*“Nosotros nos decantamos por un escenario razonablemente positivo”*

1. Índice de Sorpresas Económicas (Citi)



Fuente: SYZ

2. Porcentaje de activos con rentabilidad YTD negativa en USD



Fuente: SYZ

**2) Pero también hay un escenario negativo, el que tienen los que son más pesimistas que nosotros, y al que lógicamente estamos muy atentos. No esperamos que ocurra, pero podríamos ver:**

**a)** A Europa, Japón y emergentes decelerar aún más. **b)** A EEUU seguir fuerte y transmitiendo presión a la FED para seguir con su ritmo de subidas de tipos; en ese caso, el entorno se seguiría deteriorando y las valoraciones actuales de algunos activos (especialmente la deuda), exigirían descuentos aun mayores respecto a los precios de hace unos meses. En fin, seguiríamos teniendo mucha volatilidad.

Creemos que este escenario es el que impera en estos momentos, pero daría paso a un rápido rebote si vemos algunos datos algo más fuertes en Europa o, sobre todo, si la FED empieza a ser más *dovish* (relaja la política monetaria).

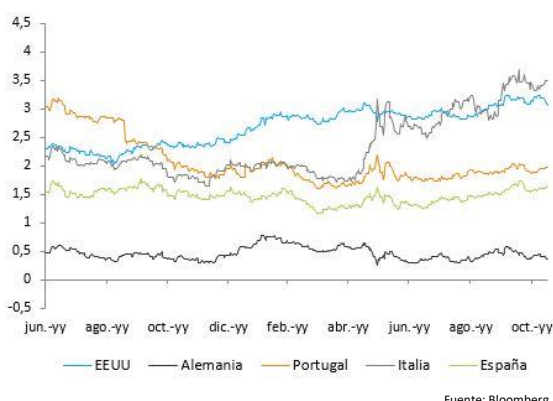
***“Reiteramos la cautela en renta fija. Creemos que es importante estar poco invertidos en crédito.”***

**El crecimiento económico global sigue siendo fuerte, los beneficios empresariales crecen con fuerza en EEUU y en Europa, y tras las correcciones las valoraciones de algunos activos son atractivas. Por tanto, creemos que a medio plazo estaremos en el primer escenario por las razones ya expuestas.** Sin embargo, a lo largo de las últimas semanas hemos introducido en las carteras activos que nos ayudan a protegernos del escenario negativo: hemos comprado oro, incorporado algo más de dólar e incrementado el peso en yenes, además de haber neutralizado nuestra exposición sectorial aumentando el peso en industrias defensivas.

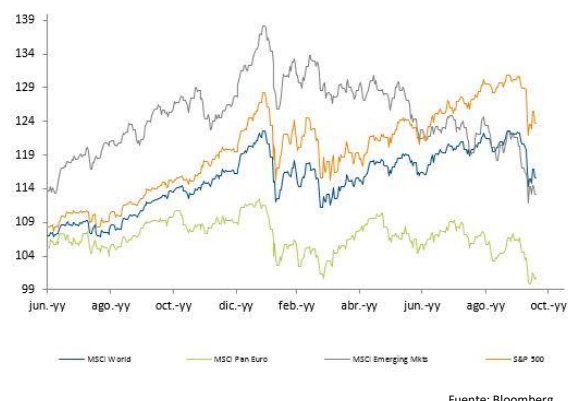
**Sin embargo, reiteramos la cautela en renta fija. Creemos que es importante estar poco invertidos en crédito.**

Llevamos mucho tiempo recomendando estar poco expuestos a renta fija. Los únicos activos que nos gustan son la deuda financiera y la emergente en moneda fuerte. Creemos que en estos momentos de dudas, apostar por el crédito *high yield* no merece la pena respecto a estar invertido en bolsa por varias razones: 1) el potencial de rebote es mayor en bolsa, 2) la liquidez es mayor en bolsa y 3) estamos pasando de un mercado inundado de *quantitative easing* a uno en el que la liquidez se va drenando, provocando situaciones como que este año el 89% de los activos en dólares esté en negativo YTD (récord desde 1901).

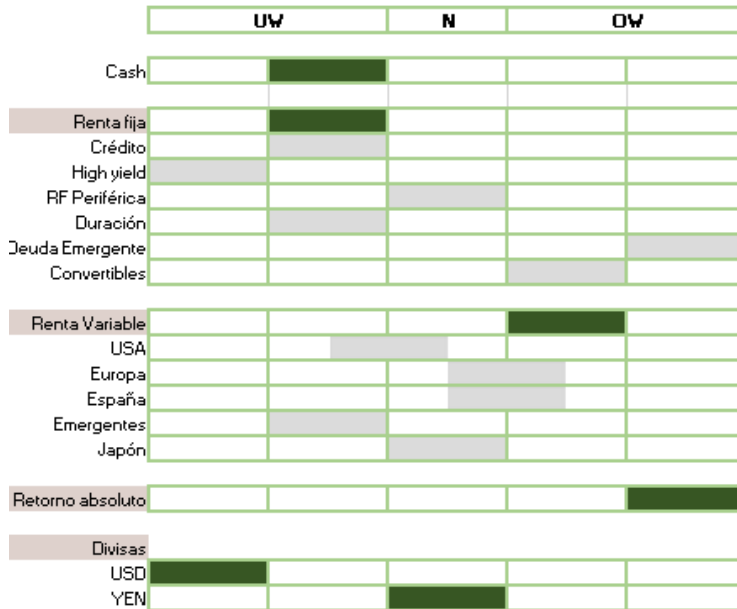
3. Principales Bonos



4. Principales Índices



### Ponderación de las carteras respecto a los índices



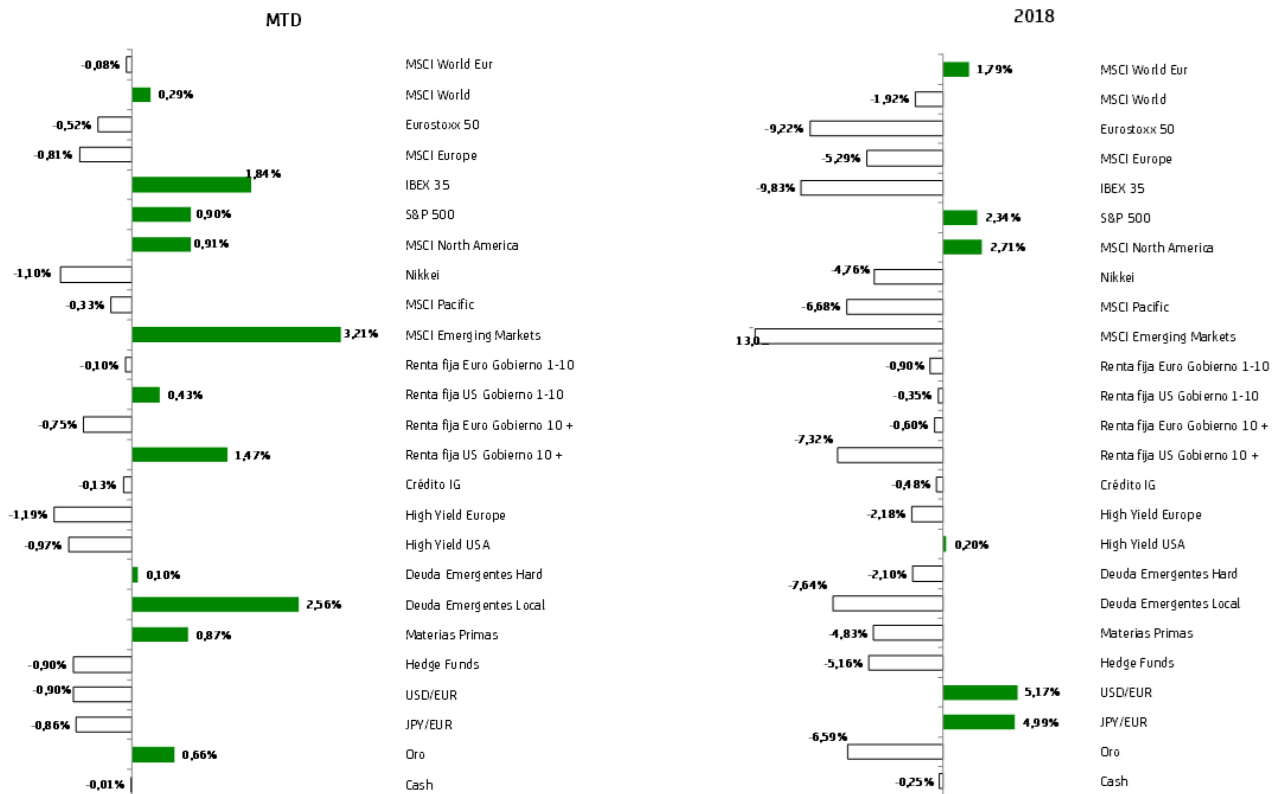
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 16/11/2018)  
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