

Market Clip

05 de Diciembre de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Más argumentos en contra de una recesión

Entre junio de 2015 y febrero de 2016 se produjo una fuerte caída del precio del petróleo y una desaceleración del crecimiento global. En aquel momento, el ISM manufacturero en EEUU llegó a ser de 48 y el bono a 10 años americano bajó hasta el 1,6%. Parecía que el mundo se acababa: el S&P 500 corrigió un 14% (hoy entre mínimo y máximo un 9,9%). En ese periodo, el Euro Stoxx corrigió un 20% (hoy un 15%). El crédito *high yield* americano cayó un 13% (hoy un 3%). Pues bien, el mundo no se acabó, y desde mínimos de 2016, el S&P se revalorizó un 60% hasta las recientes caídas, el Euro Stoxx 50 un 37%, y el crédito *high yield* un 30%. La diferencia es que hoy el mundo no está tan débil: el ISM manufacturero de EEUU es de 59, y los europeos superiores a 50.

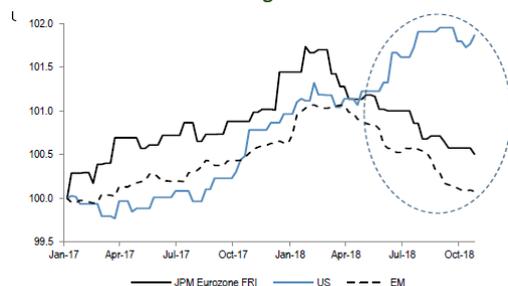
Sin embargo, es cierto que las valoraciones eran más exigentes en octubre de 2018 y que estamos en una fase avanzada del ciclo, lo que suele conllevar mayor volatilidad. Pero no debemos confundir volatilidad en los mercados con debilidad económica. ¿Corrección sana?, sí. ¿Recesión?, no. Esta mayor volatilidad y menor seguridad nos ha llevado a reducir ligeramente el peso en renta variable esta semana, pero la reducción que hemos hecho es bastante pequeña y seguimos estando sobreponderados en renta variable.

Una de las muestras del excesivo pesimismo del mercado es que los inversores piensan que si la FED sigue subiendo tipos acabará con el ciclo, y que si los deja de subir será porque EEUU está desacelerando y convergiendo con la desaceleración global, muestra de que estamos a final del ciclo. ¿Es posible aseverar al mismo tiempo que el ciclo puede acabar a corto plazo por recalentamiento y enfriamiento? No, no lo es. Nosotros creemos que la actual situación económica es reversible: si el crecimiento de EEUU se acaba ralentizando, la presión sobre el resto del mundo bajará.

“Una de las muestras del excesivo pesimismo del mercado es que los inversores piensan que, si la FED sigue subiendo tipos, acabará con el ciclo, y que si los deja de subir será porque EEUU está en el final del ciclo.”

“Nosotros creemos que la actual situación económica es reversible: si el crecimiento de EEUU se acaba ralentizando, la presión sobre el resto del mundo bajará.”

1. Divergencia entre el crecimiento de EEUU y el de la zona euro y emergentes



Fuente: JP Morgan

2. Diferencial entre la rentabilidad del bono americano y el alemán a 10 años



Fuente: JP Morgan

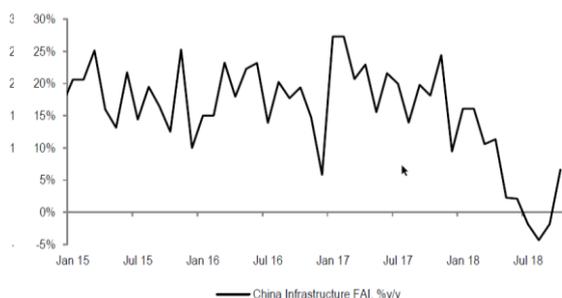
La pasada semana pasada escribimos un documento distinto al *Market Clip* (Apuntes de mercado: no estamos ante una nueva recesión). En el utilizábamos tres argumentos para explicar por qué no esperamos una nueva recesión ni creemos estar ante un nuevo mercado bajista. Los argumentos eran: macro sostenida, crecimiento de beneficios empresariales, valoración razonable, flujos (mercados sobre vendidos), “escasa” corrección del crédito y, sobre todo, la forma de entender el efecto de la disparidad del ritmo de crecimiento de EEUU y el resto del mundo. Hoy vamos a profundizar en esta última. En ese documento aseverábamos que la desaceleración global ha ocurrido a la vez que en EEUU se ha producido una explosión del crecimiento (ver gráfico 1), lo que ha llevado al mundo a una situación incómoda. El fuerte crecimiento de EEUU está provocando que la FED esté incómoda y subiendo los tipos de interés (gráfico 2). Es una situación complicada porque el resto del mundo está teniendo que soportar un dólar más caro y unas condiciones de financiación menos atractivas, justo cuando más duele. Por tanto, lo que debemos preguntarnos es: ¿qué puede hacer que el mercado cambie de tendencia? En 2016, unos comentarios más pro cíclicos (*dovish*) de la FED, ayudaron a un drástico cambio de tendencia. Hoy creemos que lo que podría ayudar a que el mercado se diese la vuelta sería: una desaceleración suave de EEUU o una retórica pro cíclica de la FED. ¿Es posible?

“El fuerte crecimiento de EEUU está provocando que la FED esté incómoda y subiendo los tipos de interés.”

- En 2017 la zona euro creció más que EEUU, y hasta que se implantó la reforma fiscal de Trump, las previsiones de crecimiento de beneficios eran más altas aquí que allí. En 2019, el efecto de la reforma fiscal (temporal) va a ser menor, por lo que deberíamos ver convergencia dentro de la desaceleración. La divergencia probablemente es máxima en estos momentos, y las cifras de crecimiento deberían tender a converger.
- La FED ha sorprendido al mercado dos veces en dos meses. La primera diciendo que los tipos están lejos de la neutralidad y la segunda diciendo que están casi en la neutralidad. Hay dos explicaciones para dicho cambio. La primera es que esta Reserva Federal es mucho más dependiente de los datos de lo que pensaba el mercado, y que una caída de las bolsas le ha hecho darse cuenta de que el equilibrio es más frágil de lo que pensaban. La segunda es más simple: están dispuestos a ir por detrás de la curva y que la inflación reduzca el tamaño de la deuda. Para conseguir ese efecto, necesitan que el mercado siga fuerte más tiempo. En cualquier caso, la FED ha demostrado estar más atenta a los mercados y menos a la inflación de lo que pensábamos hace un mes.

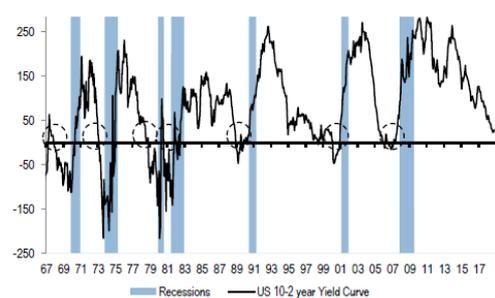
“En la FED están dispuestos a ir por detrás de la curva y que la inflación reduzca el tamaño de la deuda. Para conseguir ese efecto, necesitan que el mercado siga fuerte más tiempo ese.”

3. El gobierno chino está invirtiendo para estimular su economía



Fuente: JP Morgan

4. Curva americana y recesiones en EEUU



Fuente: JP Morgan

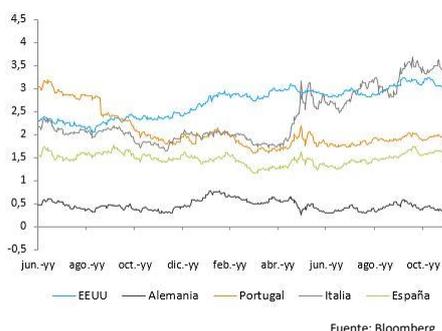
- **Dólar.** Si efectivamente EEUU desacelera y converge con el resto del mundo, o la FED es manos combativa y más permisiva con una economía caliente y algo de inflación, lo lógico sería que veamos un dólar menos fuerte. Un dólar más estable o débil ayudaría mucho al crecimiento de las economías emergentes.
- **Otro cambio importante** sería acabar definitivamente con la retórica proteccionista de Trump y/o que la macro despegue en China. No nos equivoquemos: la política comercial de Trump no es capaz de hacer descarrilar al ciclo, pero sí podría ser la puntilla para China, cuyo crecimiento lleva años decelerando, y el gigante amarillo es hoy una parte muy relevante del crecimiento mundial. Sin embargo, no creemos que eso ocurra por varias razones. La primera es que Trump ya se ha dado cuenta del efecto que tiene su retórica proteccionista, y no tiene ganas de enfadar al mercado y a los inversores americanos. La segunda, que el año que viene, no va a contar con el viento de cola de la bajada de impuestos: el crecimiento de EEUU será más suave y más sensible a la política comercial. La tercera es que esperamos un rebote de la macro china tras las medidas recientemente implantadas por el gobierno (ver gráfico 3).

“Trump ya se ha dado cuenta del efecto que tiene su retórica proteccionista, y no tiene ganas de enfadar al mercado y a los inversores americanos.”

Por último, nos gustaría hacer una aclaración a los comentarios que se han hecho esta semana sobre la curva americana. Como el sentimiento es muy negativo, muchos de los inversores que anticipaban un fin de ciclo provocado por una FED muy agresiva, ahora ven el demonio en forma de curva americana. Es cierto que uno de los indicadores más consistentes para prever una recesión es la curva americana: cuando los tipos a 10 años pasan a ser inferiores a los de 2 años, hay una recesión en el horizonte. Pero, esta semana no se ha utilizado esta curva para ser agorero, sino otras (3/5, 2/5...). La que tradicionalmente ha funcionado ha sido la que hemos comentado previamente, y que sigue estando ligerísimamente en positivo: 12 puntos básicos. Es posible que tengamos una recesión en el horizonte, pero no a corto plazo. Históricamente, cuando la curva se ha invertido, la recesión ha tardado muchos meses en llegar, y el comportamiento del S&P 500 los siguientes 12 meses a que la curva esté como está ahora es del 12%...

“El comportamiento del S&P 500 los siguientes 12 meses a que la curva esté como está ahora es del 12%...”

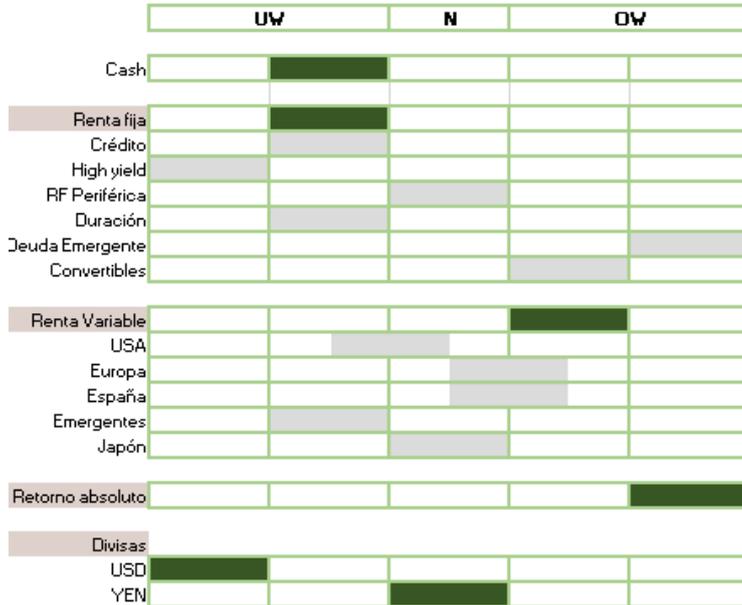
5.Principales Bonos



6.Principales Índices



Ponderación de las carteras respecto a los índices



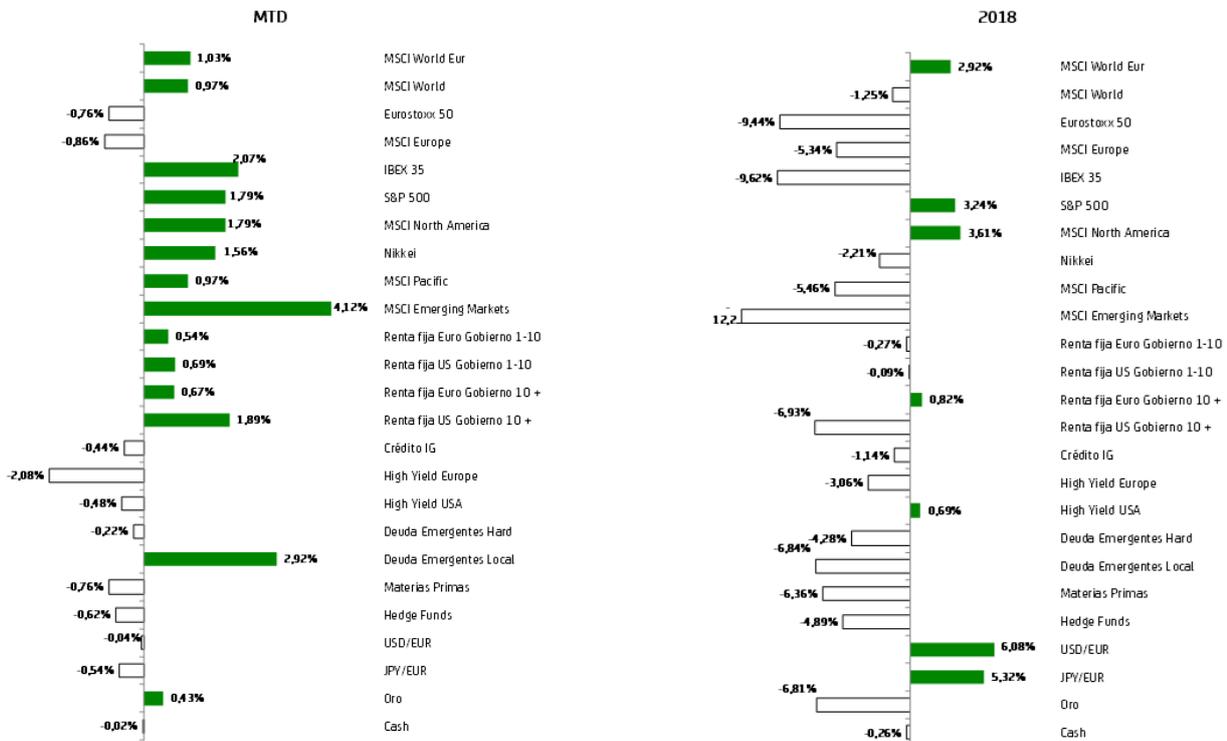
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 30/11/2018)
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

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