

Market Clip

14 de Febrero de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Ralentización en Alemania

La economía global y los resultados empresariales siguen desacelerando, pero los mercados financieros siguen fuertes y han recuperado las caídas de la semana pasada. EE.UU. está celebrando los rumores de un aplazamiento de la fecha límite para que se impongan las subidas de las tarifas a China, para darse más tiempo para negociar. Pero en Europa, el crecimiento económico sigue desacelerándose. Ayer mismo se publicó el dato de producción industrial de la zona euro que podemos ver en el gráfico 1 (diciembre año sobre año). Fue un dato malo y por debajo de las expectativas (-4.2% vs consenso en -3.2%), y destacó la debilidad del componente de bienes duraderos. En las próximas líneas queremos profundizar más en los males de la industria de la zona euro, y en concreto en Alemania, que hoy ha dado a conocer su crecimiento del cuarto trimestre de 2018: 0%. Pese a todo, seguimos estando largos de Europa (aunque infrponderados en bolsa). Las valoraciones están siendo atractivas.

Si hoy Alemania es un país muy competitivo, es gracias a la reforma laboral que llevó a cabo hace ya casi 20 años. Antes, la rigidez del mercado laboral era una de las mayores de Europa y, la fuerza de los sindicatos espectacular. Además, la descentralización gubernamental del país y el enorme peso de la industria (el 50% del PIB son exportaciones) ha permitido que el crecimiento económico esté bien repartido, reduciendo los desequilibrios y permitiendo un clima político más tranquilo que el de Francia. Pero en estos momentos, Alemania está desacelerando con fuerza, y parece que muchas de sus fortalezas se están convirtiendo en debilidades.

¿Por qué frena el crecimiento económico en Alemania? Hay varios motivos, pero los más importantes son:

- **Automóvil:** La exigencia de niveles de emisiones más restrictivos para la industria provocó un incremento de producción previo a su entrada en vigor y ahora, una acumulación de inventarios. Pero hay pocos signos de rebote y ya se deberían estar produciendo. El crecimiento de la cultura del *car sharing* y la prudencia ante los cambios tecnológicos pueden estar frenando las ganas de comprar de los conductores, deteriorando las ventas y por tanto la producción. Al mismo tiempo, la industria automovilística está teniendo que invertir enormes cantidades de dinero en I+D para desarrollar los coches del futuro, por lo que poco a poco, sus márgenes se pueden ir deteriorando en un escenario de caída de ventas.
- **La guerra comercial entre EE.UU. y China** les está llevando a ambos a intentar repatriar sus cadenas de producción, reduciendo las importaciones del resto del mundo. Como hemos escrito más arriba, Alemania tiene un problema mayor que el resto de grandes países occidentales. Sus exportaciones suponen el 50% de su PIB frente al 12% de EE.UU. o el 30% de UK.
- **EE.UU.** todavía debe decidir si impone una subida de las tarifas a la importación de coches europeos. En cualquier caso, una compartimentalización a regionalización de un comercio hasta ahora global dañaría a la industria alemana.

“El crecimiento económico de Europa sigue desacelerándose.”

“Explicamos los motivos de la ralentización alemana.”

1. Producción Industrial Zona Euro Año Sobre Año



Fuente: Bloomberg

2. Ralentización en Europa



Fuente: The Economist

- Las tendencias de comercio y tecnología a largo plazo se están moviendo contra la industria manufacturera alemana. Los trabajos industriales son especialmente vulnerables a la automatización, pero la reeducación o reciclaje laboral es muy escasa en Alemania, y ni la industria ni el Gobierno está gastando mucho dinero en ella.
- La falta de lluvias ha llevado el nivel de agua en el Rin a sólo 30 cm, haciendo imposible la navegación, y por tanto el transporte de mercancías, lo que ha impactado en el crecimiento de manera coyuntural.
- A pesar de tener pleno empleo y tipos bajos, el consumo no crece para compensar la deceleración de la industria: los alemanes cada vez ahorran más.
- La población alemana, tras años de crecimiento gracias a la inmigración, parece que dejará de hacerlo el año que viene, lo que, junto a un estancamiento de la productividad, paralizará el crecimiento del PIB potencial.

“La buena noticia, y es muy buena, es que Alemania llega a esta situación con armas para combatirla.”

Las buenas noticias, y son muy buenas, son que Alemania llega a esta situación con armas para combatirla. A diferencia de gran parte de Europa, tiene una deuda sobre PIB inferior al 60%, por lo que podrá llevar a cabo políticas fiscales para combatir la desaceleración. Ya se están poniendo en marcha incrementos del gasto en infraestructuras, beneficios fiscales a la inversión empresarial y bajadas de impuestos para estimular el consumo. Alemania está en una situación complicada pero no tan crítica como la de países como Italia.

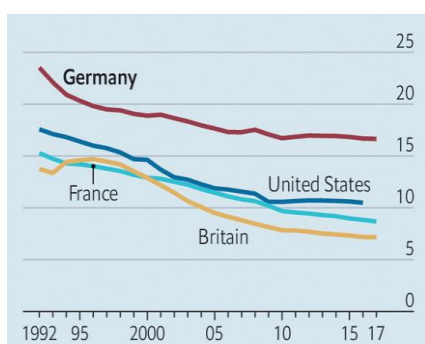
La situación en Italia y en España es delicada

Unas elecciones generales en España parecen muy probables, y generarían un problema fiscal. El actual gobierno ha aprobado mediante decretos refrendados en el parlamento medidas de incremento del gasto: incremento de las pensiones del 1,6% (y del 3% en mínimas y no contributivas), subida de salarios a los funcionarios del 2,25% y transferencias de 105.000 millones de euros para las comunidades autónomas por las entregas a cuenta del sistema de financiación. Sin embargo, el incremento de ingresos debía llegar en la aprobación de los presupuestos. El crecimiento económico de España sigue sólido y fuerte, aunque ligeramente más débil. El problema es que partimos de un nivel de deuda sobre PIB alto y de un déficit crónico que puede ser bastante malo este año, por lo que aumenta nuestra potencial debilidad de cara a una recesión. En ese caso, como sí podrá hacer Alemania, nosotros no podremos aumentar el gasto a discreción.

Italia ya está en recesión, lleva dos trimestres consecutivos de crecimiento económico negativo (ligeramente). El desafío del gobierno bipartito a Europa tuvo como consecuencia una importante subida del coste de financiación del país, y los bancos italianos han empezado a tener más cuidado con el crecimiento del crédito mientras sus contrapartidas en Europa siguen dejando que fluya. Pero, por otra parte, Italia está sufriendo también de los males de Alemania. Muchas de las cadenas de producción industriales alemanas están integradas con fábricas en el norte de Italia. El país italo estará en una situación muy débil ante una nueva crisis. En su caso, ya tiene un 132% de deuda sobre PIB y crecimiento económico negativo. Pero, sobre todo, tendrá complicado que la UE le permita asumir más gasto.

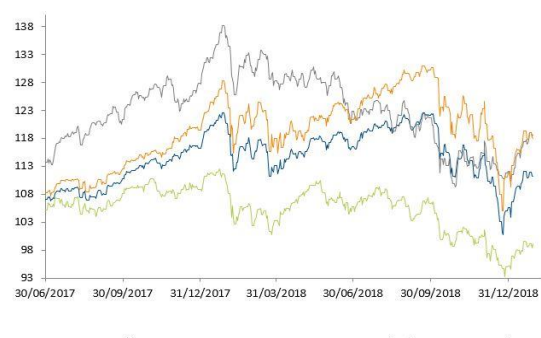
“Alemania podrá incrementar el gasto en política fiscal mientras que España e Italia no.”

3. Empleo Manufacturero



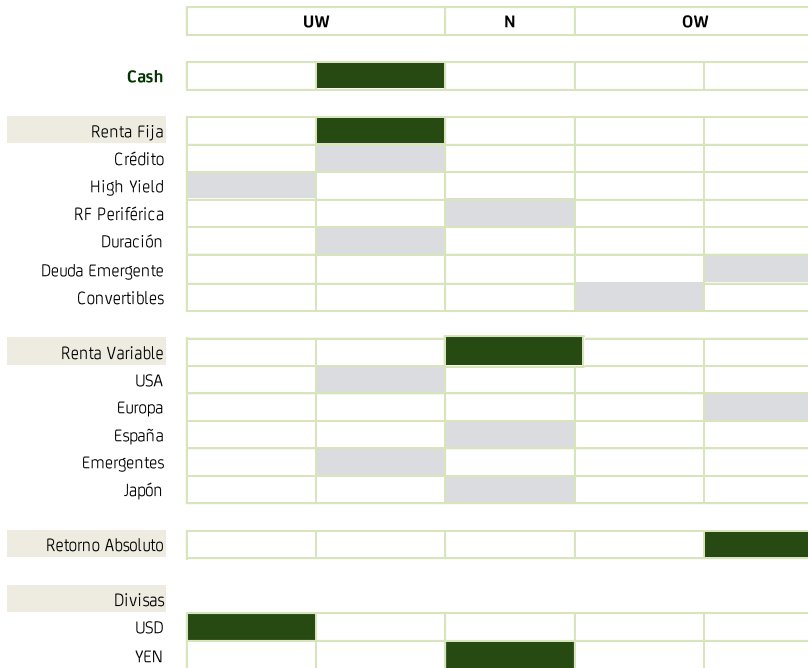
Fuente: The Economist

4. Principales Índices



Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices



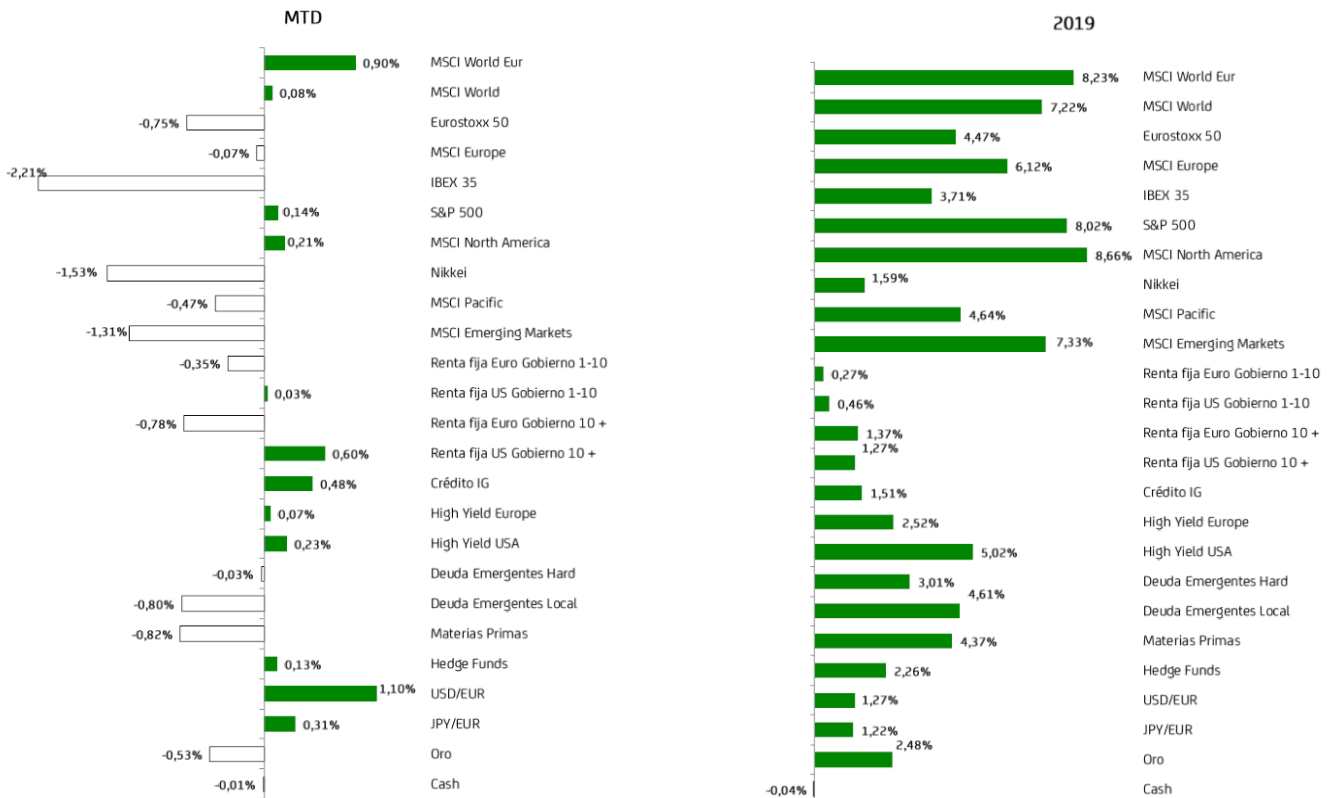
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 08/02/2019)
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