

Market Clip

21 de Febrero de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Los bancos centrales se dan un respiro

A principios de año nos planteábamos 4 claves que considerábamos que definirían un año con poca visibilidad. Las dos primeras se referían al crecimiento económico y el de los beneficios empresariales. Ambos están mostrando una desaceleración generalizada. Las dos segundas se referían a los bancos centrales: ¿seguirán endureciendo su política monetaria?, ¿impactaría la reducción de sus balances en las primas de riesgo? La respuesta a estas dos es por ahora positiva como explicaremos a continuación. La “pausa” de la FED en el endurecimiento de la política monetaria está ayudando a los mercados, aunque no debemos olvidar que se ha dado mus por culpa del deterioro del cuadro macroeconómico. Al mismo tiempo, algunos problemas geopolíticos han mejorado (Italia), otros progresan adecuadamente (negociaciones China-EE.UU.), y el problema del Brexit sigue enquistado.

“El crecimiento macro sigue desacelerando.”

1. El crecimiento macro sigue desacelerando. En los gráficos 2 y 3 tenemos dos muestras. En el 2 podemos observar el dato de ventas minoristas de diciembre en EE.UU., que ha sido francamente malo. Hay bastante consenso en que este dato está muy influenciado por el cierre de la administración en enero. En caso de que el bloqueo hubiese continuado en febrero, muchos americanos podrían no haber cobrado sus devoluciones fiscales de 2018, por lo que han podido ser prudentes y retrasar gastos previstos. En cualquier caso, es un mal dato que apunta a menor crecimiento. En Alemania, esta semana se ha publicado la encuesta ZEW. Es una encuesta de sentimiento económico que se realiza a 300 economistas locales. En el gráfico 3 podemos ver la encuesta sobre la visión a futuro de la economía germana. Sigue sin mejorar. El dato sobre la situación actual es bastante peor. En cualquier caso, seguimos pensando que lo que estamos viendo es una desaceleración. Por su parte, en China podemos observar una estabilización del crecimiento. Si empezase a rebotar sería una magnífica noticia.

“También observamos una desaceleración importante de los beneficios, pero nos parece difícil que si no hay recesión, veamos datos negativos.”

2. Beneficios empresariales. En el cuadro 4 podemos ver cómo se han ido reduciendo las expectativas de crecimiento de beneficios para 2019. Los de EE.UU. ya han bajado desde un 10% (en enero) hasta un 4,6% hoy. En Europa la corrección ha sido menor (del 8,8% al 6,8%), pero todavía quedan un par de semanas de publicación de resultados, por lo que puede seguir deteriorándose. Aún así, vemos una desaceleración importante, pero nos parece difícil que si no hay recesión, veamos datos negativos.

1. Como se comporten los mercados en 2019 dependerá de:



Fuente: Alantra

2. Ventas minoristas ex autos EE.UU.



Fuente: Bloomberg

3 y 4. Los bancos centrales de EE.UU. y la zona euro, claramente han girado hacia una postura más acomodaticia con la economía y los mercados. El cambio es importante.

La Reserva Federal ya anunció hace unas semanas que prefería esperar antes de seguir subiendo tipos, sin embargo, ayer se publicaron las actas de la reunión en la que tomaron esa decisión, y tenemos más datos.

- La decisión hacer una “pausa” en el camino de subida de los tipos de interés fue casi unánime.
- Han decidido dejar de reducir su balance a finales de este año. Hasta hace unos meses, la FED había estado imprimiendo dinero y comprando bonos haciendo crecer su balance (*quantitative easing*). Los últimos meses había revertido ese proceso, girando hacia lo que se llama *quantitative tightening* (vender o dejar vencer esos bonos reduciendo el balance de la FED y la liquidez del mercado). Aún tienen que decidir como lo van a hacer y exactamente cuándo, pero la decisión es muy relevante, porque reduce uno de los grandes miedos del mercado: que la reducción del balance de la FED pudiese provocar una importante reducción de la liquidez y provocar una recesión.
- La mala noticia es que esa decisión la han tomado por culpa del deterioro macro. En concreto, han dicho estar preocupados por: 1) unas condiciones financieras más ajustadas que están impactando en las empresas y el consumo, 2) volatilidad en los mercados, 3) menor crecimiento económico fuera de EE.UU. (especialmente China y Europa) y 4) menor inflación de lo esperado.

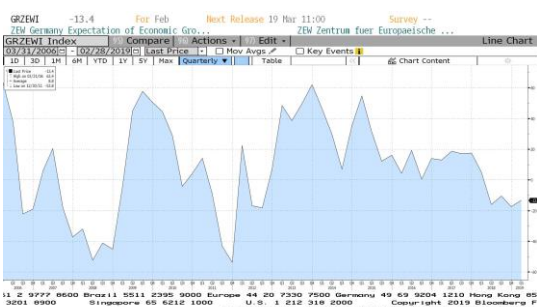
“Los bancos centrales de EEUU y la zona euro, claramente han girado hacia una postura más acomodaticia con la economía y los mercados.”

Por su parte, el BCE se está preparando para ayudar al sector financiero. El gran damnificado de la política de tipos de interés ultra bajos del Banco Central son los bancos, que apenas consiguen ganar dinero en un entorno de tipos bajos y con una curva plana. En esa línea, *Benit Coure*, uno de sus miembros, dijo el día 17 que el banco se estaba planteando un nuevo programa TLTRO. Este es un sistema de préstamos a tipo muy bajos a los bancos de la zona euro para que puedan reinvertir ese dinero a tipos más altos y ganar dinero (lo que se conoce como *carry trade*). Esta medida puede ser muy buena para los bancos periféricos, cuyos tipos a 10 años están más altos y por tanto ganarían más dinero (especialmente Italia). El problema es que los bancos alemanes, franceses y nórdicos no se beneficiarían tanto. Sin embargo, hay rumores de que también podrían elevar el tipo de lo que se conoce como facilidad de depósito. Es simplemente el tipo al que se remunera el dinero que los bancos tienen depositados en el BCE. El impacto de esta medida podría ser francamente importante para los bancos de los países fuertes, pues al tener tipos más bajos en sus curvas, no invierten ni prestan mucho y tienen mucho dinero depositado en el BCE. El mercado cree que la medida se podría anunciar en marzo e implementar en junio.

“El BCE se está preparando para ayudar al sector financiero.”

Por tanto, parece que los bancos centrales no van a ser un problema los próximos meses. Ahora debemos observar si la economía sigue desacelerando o si con la ayuda de los bancos centrales y si los problemas geopolíticos se resuelven puede empezar a estabilizarse.

3. Expectativas de crecimiento en Alemania



Fuente: Bloomberg

4. Expectativas de crecimiento

	14/12/2018		15/02/2019	
	PER y Crecimiento de Beneficio (esperado el 14/12/2018) para 2019	Cto Bº 19e	PER y Crecimiento de Beneficio (esperado el 15/02/2019) para 2019	Cto Bº 19e
Europa	12,3	9%	13,2	6,5%
Zona Euro	11,8	9,8%	12,5	7,6%
EEUU	15,4	8,6%	16,6	4,8%
Japón **	11,9	3,4%	12,4	1,1%
EM	10,5	9,8%	11,7	5,9%
UK	11,4	7,3%	12,5	3,2%
España	10,7	8,1%	11,0	8,0%

** Año Fiscal - Marzo 2019-20

Fuente: Alantra y Morgan Stanley

Ponderación de las carteras respecto a los índices



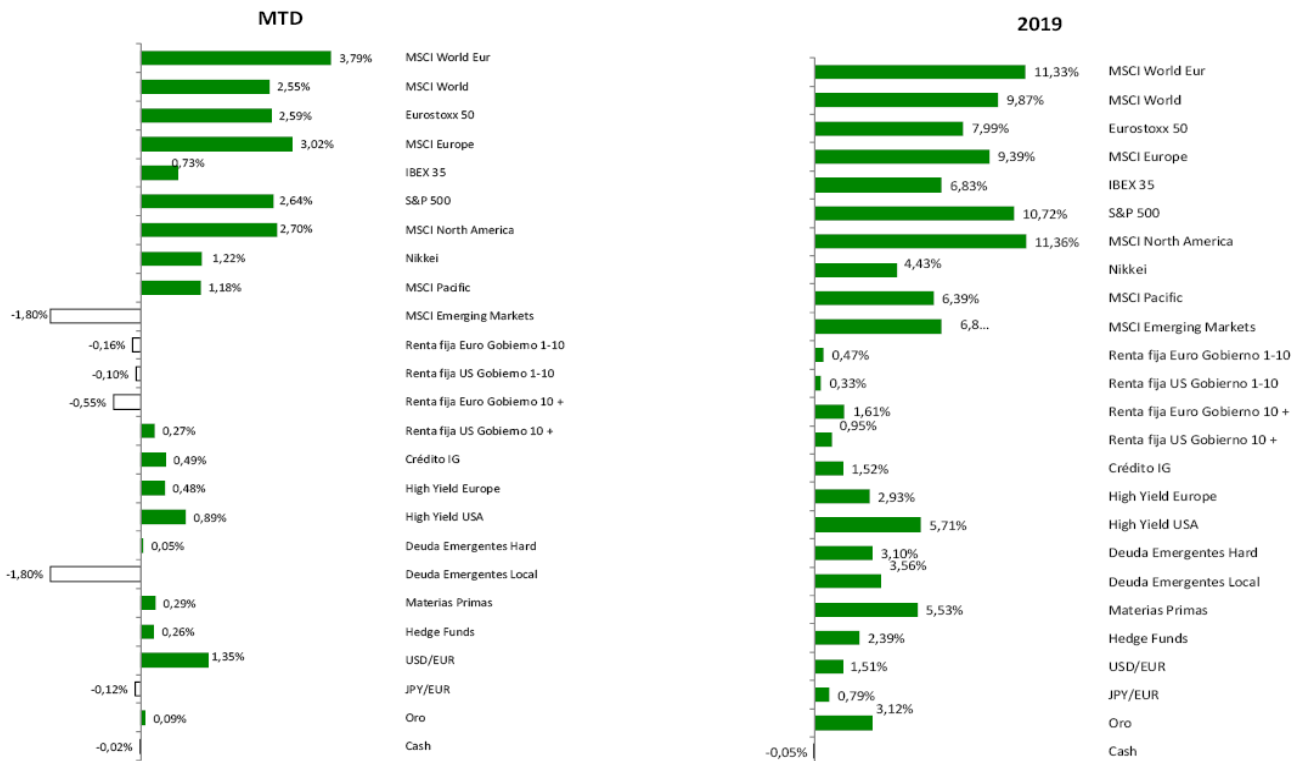
Fuente: Alantra Wealth Management

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.

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 15/02/2019)
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 Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 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