

Market Clip

04 de Abril de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Bajamos peso en bolsa europea para subir emergentes

Los últimos 6 meses los mercados han vivido en una **montaña rusa**, con una fuerte caída en noviembre y diciembre y un rebote posterior que ha colocado la mayor parte de las bolsas a niveles previos a las correcciones. **Esta volatilidad la estamos viviendo también a nivel macro** (lo explicamos a continuación). Al mismo tiempo, intentamos asimilar la paradoja de tener mercado de renta fija gubernamental que descuenta una japorización de la zona euro (o algo más) y unas bolsas que se comportan como si no hubiese pasado nada los últimos meses.

¿Cuál de los dos acierta? Lo más probable es que no estemos ante una recesión, sino ante un bache de crecimiento, pero desconocemos si estamos viviendo un simple rebote desde mínimos o algo más. La intensidad del rebote macro será clave a futuro. A pesar de todo, **la alta valoración de los activos tras la recuperación de los mercados nos hace seguir siendo cautos.**

“Lo más probable es que no estemos ante una recesión, sino ante un bache de crecimiento, pero desconocemos si estamos viviendo un simple rebote desde mínimos o algo más.”

A nivel macro, aunque **los datos más recientes parecen indicar una mejoría en la segunda mitad de 2019, se puede observar una notable desaceleración económica a nivel global**, con particular foco en Europa y China. Esta desaceleración explica, en gran medida, la fuerte corrección de los mercados durante el último trimestre de 2018 y el posterior cambio en el mensaje de los bancos centrales, que pasaron de intentar empezar a enfriar la economía a poner toda la carne en el asador para evitar que esta siguiese decelerando.

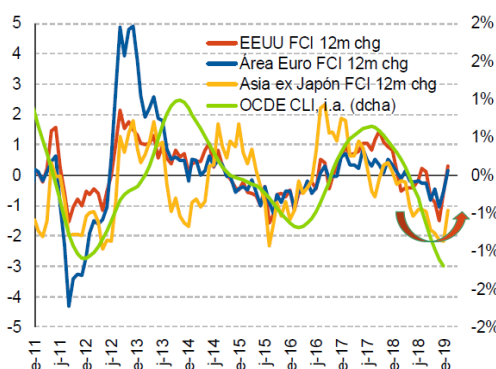
La reacción de los distintos mercados a esta situación ha sido, como decíamos, opuesta.

- Por una parte, las bolsas mundiales y el crédito han rebotado con fuerza, descontando un escenario en el que el impulso monetario de los bancos centrales y cierto impulso fiscal conseguirá re-acelerar el crecimiento económico sin generar inflación (“Goldilocks”).
- **Los bonos del gobierno descuentan un escenario de crecimiento e inflación muy bajos que llevaría aparejados menores tipos de interés.** La inversión de la curva de tipos de interés en EE.UU. ha vuelto a generar comentarios sobre el riesgo de recesión, mientras en Europa el Bund cotiza a una rentabilidad negativa, descontando un escenario, al menos, deflacionario.

“La intensidad del rebote macro será clave a futuro.”

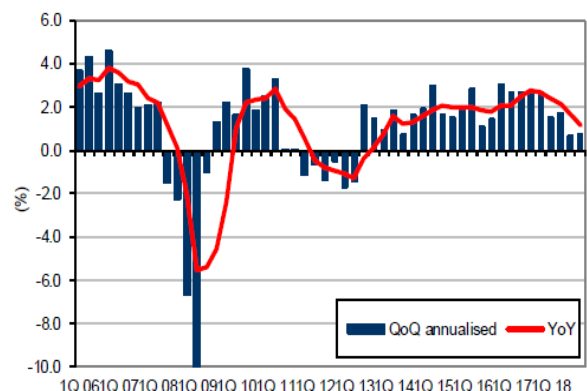
En el gráfico 2 podemos observar la desaceleración de la zona euro en los dos últimos trimestres de 2019. Pues bien, la macro parece estar rebotando desde mínimos.

1. Condiciones financieras y *leading indicator* global



Fuente: AFI, CPB, OECD, Bloomberg

2. PIB Eurozona 2006-4T18



Fuente: DTS y Santnader

En Alemania se ha publicado una encuesta de confianza empresarial que mejora lo esperado y un PMI razonablemente bueno. En Italia, Francia y China también se han dado a conocer datos macro razonablemente mejores que los de finales de 2018. En el gráfico 1 podemos ver como han mejorado las condiciones financieras (gracias a los bancos centrales).

Después de analizar la situación macro y concluir que parece poco probable ver una recesión a corto plazo, nos preguntamos qué es lo que pueden estar viendo los bancos centrales para haber reaccionado con la intensidad con que lo ha hecho. Para nosotros la respuesta es que, si con pleno empleo y crecimiento, no hay inflación, **el crecimiento sigue siendo espectacularmente frágil y, por tanto, un endurecimiento de las condiciones financieras podía llevar a una recesión a medio plazo.** Por tanto, han preferido prevenir que curar, especialmente dado que la curva de tipos está indicando una próxima recesión y el nivel de deuda en estos momentos es muy alto.

“A pesar de todo, la alta valoración de los activos tras la recuperación de los mercados nos hace seguir siendo cautos.”

A pesar de esta incertidumbre macroeconómica y la persistencia de riesgos políticos (Brexit, guerra comercial, populismos), tras el rally del primer trimestre, las primas de riesgo han vuelto a zona de mínimos mientras la valoración de la renta variable ha vuelto a expandirse, acercándose a zona de máximos (en EE.UU.).

Todo ello **deja escaso margen para el error y nos lleva a mantener un posicionamiento defensivo en las carteras.** Creemos que **la incertidumbre va a generar mayor volatilidad en los mercados y que podremos aprovechar esta volatilidad para generar valor mediante una gestión táctica de las carteras, comprando en las caídas para vender en los rebotes.**

Posicionamiento:

Nuestro posicionamiento no cambia sustancialmente respecto al trimestre anterior, aunque el tono es algo más defensivo.

“Bajamos la preferencia por Europa para subir el peso en bolsa emergente.”

USD: Seguimos manteniendo posiciones reducidas en el USD. Con el diferencial de tipos y de crecimiento entre USA y Europa estrechándose (vs 2018), el USD debería perder fuerza. Además, el gobierno americano ha expresado en repetidas ocasiones su interés por mantener un dólar débil que permita reducir su déficit comercial. Esta apuesta va a marcar nuestra preferencia por activos emergentes tanto en deuda como en bolsa.

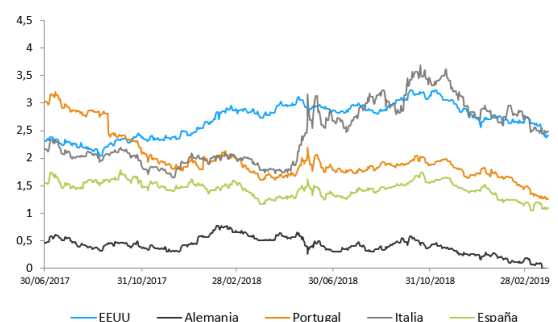
Renta fija: Mantenemos la apuesta por baja duración, particularmente en Europa. Nos parece que los actuales tipos de interés de la Eurozona no son sostenibles a medio plazo, salvo en un escenario muy extremo (ruptura del Euro o “Japonización”). Seguimos viendo mayor valor relativo en la curva americana, aunque a estos niveles nos parece que el potencial es ya más limitado.

3. Principales Índices



Fuente: Alantra

4. Principales Bonos



Fuente: Alantra

Inflación: A pesar de que los salarios mantienen su tendencia alcista, los mercados descuentan que la desaceleración económica y la contención del precio del petróleo van a mantener la inflación anclada en niveles bajos. Creemos que la inflación podría rebotar y que a los bancos centrales no les va a importar mucho, ya que es la solución al problema del alto endeudamiento global.

Crédito: En general, no vemos valor en el crédito y nos preocupa el excesivo endeudamiento de las empresas en esta parte tardía del ciclo. Además, la escasa liquidez de los mercados y la alta concentración de deuda en la franja de rating BBB podrían exacerbar las caídas. Vemos algo más de valor en AT1 e híbridos por ofrecer mejor ratio rentabilidad /riesgo.

Nos sigue gustando la deuda emergente gracias a su mayor crecimiento relativo, a nuestra visión bajista del dólar y, al margen de bajada de tipos que tendrán muchos de estos países en 2019.

La combinación de menores tipos de interés reales y un dólar más flojo también debería beneficiar a las materias primas, que además se verán favorecidas por el estímulo económico en China.

Renta variable: En general, el contexto macro es poco benigno para la renta variable; los márgenes deberían deteriorarse a medida que la economía se ralentiza y los costes salariales se aceleran. Pensamos que el crecimiento de beneficios va a ralentizarse y seguramente vamos a ver más revisiones a la baja en las estimaciones de beneficios.

Bajamos la preferencia por Europa para subir el peso en bolsa emergente.

En Europa, el peor punto de partida en las expectativas macro respecto a EE.UU. y emergentes, la fragilidad del crecimiento de Alemania e Italia, la incertidumbre ante el Brexit y el alto peso en un sector financiero con pocas perspectivas de poder mejorar sus márgenes, nos hace reducir el peso.

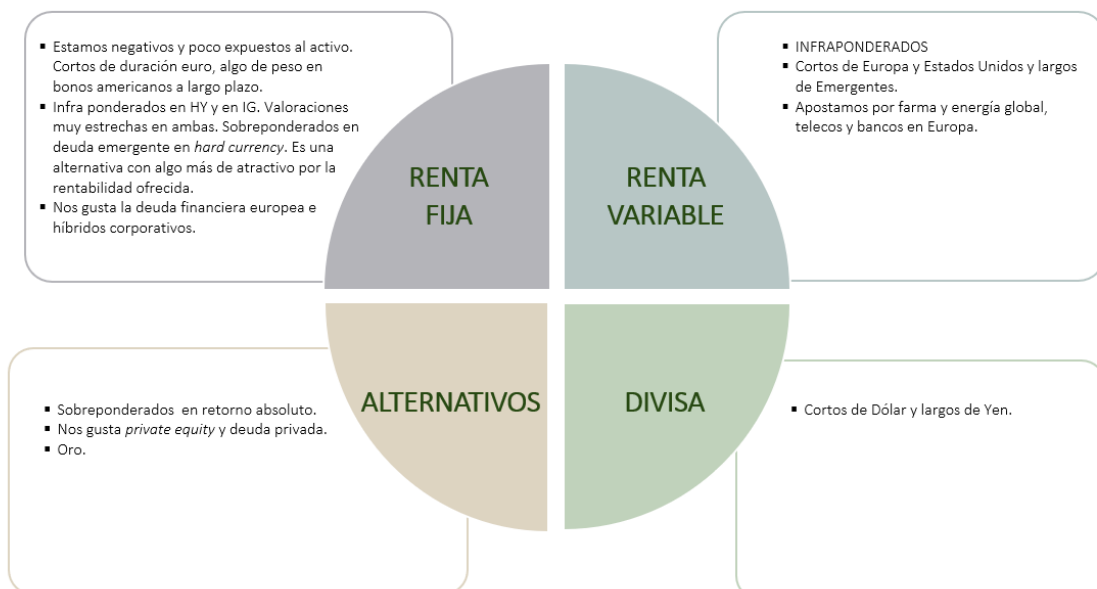
Incrementamos el peso en emergentes, donde el **alto diferencial de crecimiento relativo**, la mejoría macro de China y los beneficios que tendría para muchos de estos países un dólar débil unido al castigo del año pasado, nos hace ser más optimistas.

Vemos más valor en los sectores cíclicos cuyos precios ya descuentan un escenario macro muy débil y menos, en los sectores con negocios más estables y de calidad donde las cotizaciones limitan mucho el potencial.

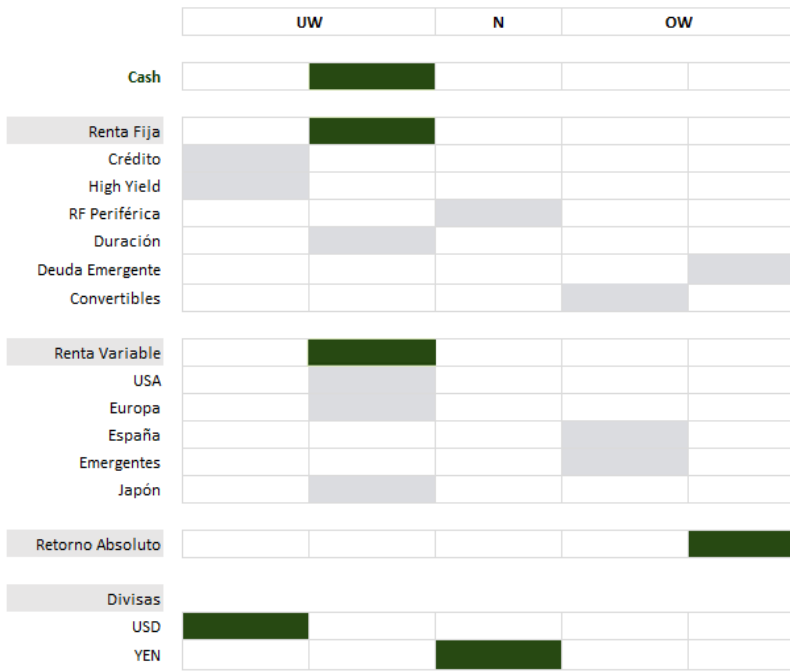
“Nos preguntamos qué es lo que pueden estar viendo los bancos centrales para haber reaccionado con la intensidad con la que lo han hecho.”

“Incrementamos el peso en emergentes, donde el alto diferencial de crecimiento relativo, la mejoría macro de China y los beneficios que tendría para muchos de estos países un dólar débil unido al castigo del año pasado nos hace ser más optimistas.”

¿Cómo están invertidas nuestras carteras?



Ponderación de las carteras respecto a los índices



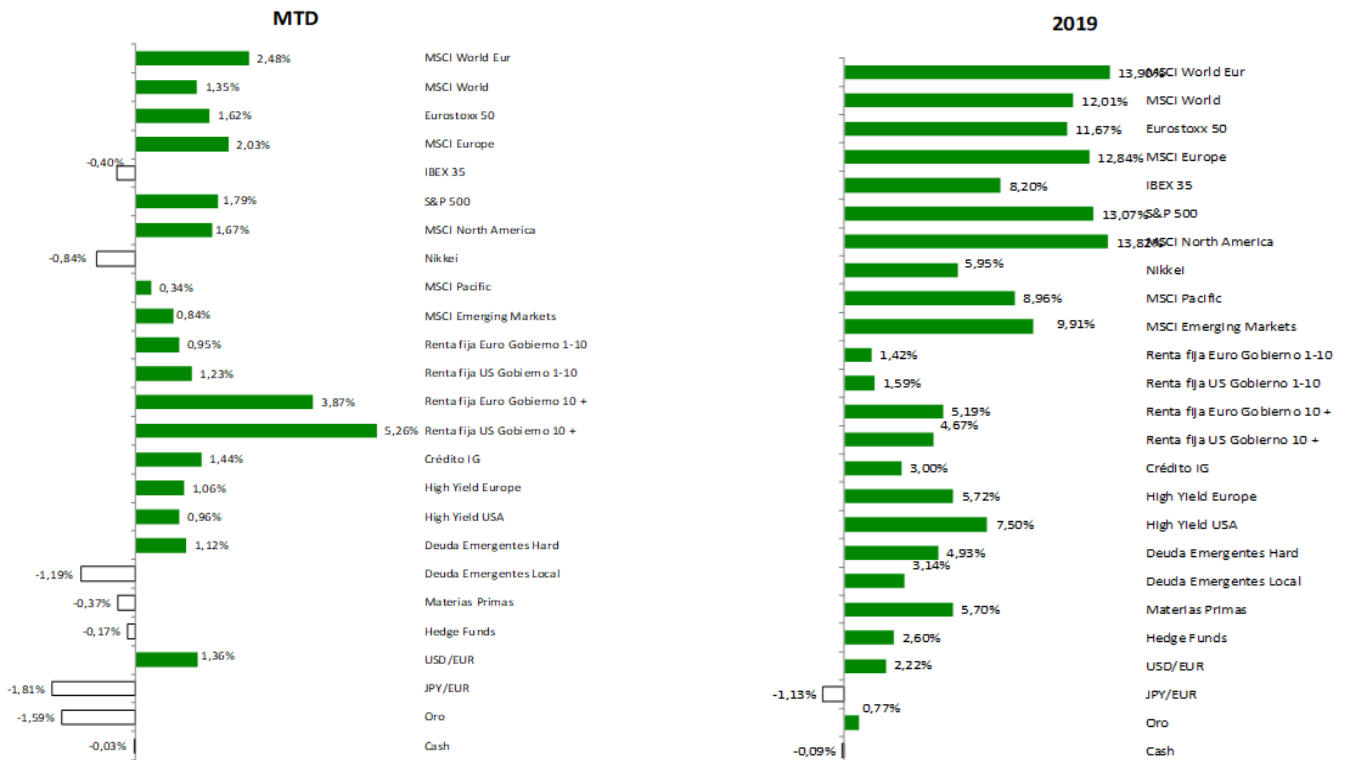
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas MSCI 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 29/03/2019)
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