

Market Clip

12 de Junio de 2019
Ignacio Dolz de Espejo, CIO

¿Rebote?

Los últimos días los activos de riesgo están rebotando con fuerza, y ya casi han deshecho las correcciones de mayo. Estamos viendo una fuerte desconexión entre la actividad económica, que sigue desacelerando, y las bolsas. Sin embargo, la rentabilidad de los bonos gubernamentales está cayendo con fuerza (gráfico 1). Hay una desconexión entre los activos de riesgo (que descuentan un escenario ideal de poco crecimiento, baja inflación y bancos centrales dándolo todo) y los bonos (que ya descuentan estancamiento o incluso recesión). Mantenemos una visión cauta. Creemos que en un entorno de desaceleración económica y valoraciones exigentes, la volatilidad continuará. En este entorno debemos intentar aprovechar para ser algo más tácticos.

¿Qué estamos haciendo?

No compramos con las caídas de mayo. Nuestro sesgo prudente nos hizo esperar caídas mayores y no llegamos a incrementar el peso en bolsa a finales de mes. Pero pretendemos ser algo más rápidos e intentar aprovechar este tipo de caídas para, al menos, comprar algo de riesgo tácticamente.

Hace unas semanas incrementamos ligeramente la duración o riesgo de tipos de interés en las carteras. Tras ver la fuerte caída que se ha producido en la rentabilidad de los bonos americanos y euro, estamos deshaciendo la posición.

Esta semana incrementamos ligeramente el peso en bolsa japonesa reduciendo la de EE.UU. y Europa. A mediados del año pasado bajamos el peso en la bolsa nipona. Desde entonces el Eurostoxx 50 se ha comportado un 5% mejor que el Nikkei y aproximadamente un 12% mejor que el Topix.

¿Por qué subimos el peso en Japón?

Hay muchos argumentos, pero quizás los más importantes son el mal comportamiento relativo de este mercado respecto a EE.UU. y Europa y el bajo peso que tienen los inversores extranjeros. Japón es un mercado estrecho, en el que cuando entran flujos externos se producen fuertes rebotes y al contrario...

“Hay una desconexión entre los activos de riesgo (que descuentan un escenario ideal de poco crecimiento, baja inflación y bancos centrales dándolo todo) y los bonos (que ya descuentan japonización o incluso recesión).”

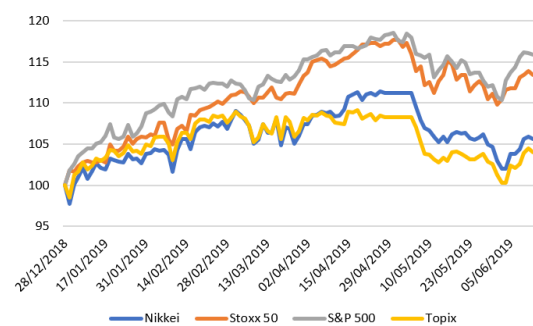
“Mantenemos una visión cauta. Creemos que un entorno de desaceleración económica y valoraciones exigentes, la volatilidad continuará. En este entorno debemos aprovechar para ser algo más tácticos.”

1. Desconexión entre bono americano, actividad y S&P 500



Fuente: Bloomberg

2. Rentabilidad Topix, S&P 500, Eurostoxx y Nikkei



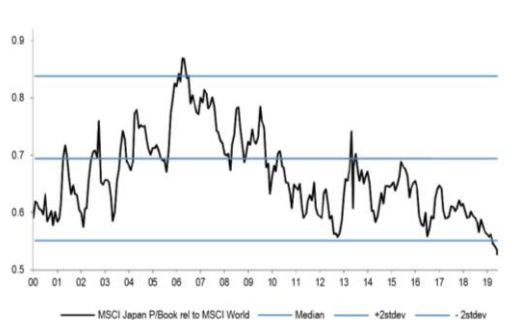
Fuente: Elaboración Propia

- En 2019, la bolsa japonesa se ha quedado muy atrás. La rentabilidad del S&P 500 y la del Eurostoxx 50 a 12 de junio, rozaba el 15%, mientras que la del Topix no llega al 5% y la del Nikkei es del 6%.
- Los riesgos existen tanto en EE.UU. (guerra comercial), Europa (Italia y Brexit) y Japón (guerra comercial y desaceleración China). Creemos que estos problemas no están en precio en los dos primeros, pero sí en el tercero.
- Invertir en bolsa japonesa con el riesgo divisa abierto siempre ha sido una opción conservadora: la correlación de ambos activos suele ser inversa, cuando cae la bolsa sube el yen y al revés. Sin embargo, ese no ha sido el caso este año. Ha caído la bolsa y el yen se ha mantenido plano. Creemos que hay hueco para que veamos por tanto un rebote de la bolsa sin que el yen corrija o un rebote del yen per se.
- Valoración. Los ratios de valoración de la bolsa japonesa están en la parte baja de su rango y muy por debajo de los del resto de países desarrollados. Si analizamos la evolución del ratio precio valor teórico contable de Japón respecto al del MSCI World, veremos que el cociente está en mínimos de los últimos 20 años (gráfico 3).
- Posicionamiento. Sin contar las compras que hace el Banco de Japón, los flujos de entrada en Japón han sido bajos los últimos años, y el año pasado muy negativos (gráfico 4). Podríamos decir que el posicionamiento de los extranjeros en la bolsa japonesa está en mínimos en los últimos ejercicios.
- El apalancamiento de las empresas japonesas ha sido históricamente bajo, pero además ha descendido aún más recientemente, y estas están empezando a aumentar las recompras de acciones.
- Riesgos: Por supuesto, hay riesgos a nuestra visión y, el principal es que el japonés es un mercado aún más impredecible que el resto de bolsas. Cuando se ha comportado bien ha tenido años espectaculares, como 2013 y 2015 (más de un 20%). Pero casi siempre decepciona. Creemos que a estos niveles merece la pena asumir el riesgo, pero antes de entrar hemos valorado otras incertidumbres que acechan a la bolsa nipona. Las principales son el efecto que pueda tener el incremento del IVA previsto para octubre, el enorme tamaño del balance del Banco de Japón y el tamaño de las compras de activos que realiza. Pese a todo, decidimos subir el peso contra Europa y EE.UU..

“Hay muchos argumentos para comprar bolsa japonesa, pero quizá los más importantes son el mal comportamiento relativo de este mercado respecto a EE.UU. y Europa y el bajo peso que tienen los inversores extranjeros.”

“En 2019, la bolsa japonesa se ha quedado muy atrás. La rentabilidad del S&P 500 y la del Eurostoxx 50 a 12 de junio rozaba el 15%, mientras que la del Topix no llega al 5% y la del Nikkei es del 6%.”

3. Precio valor teórico contable de Japón respecto al del MSCI World



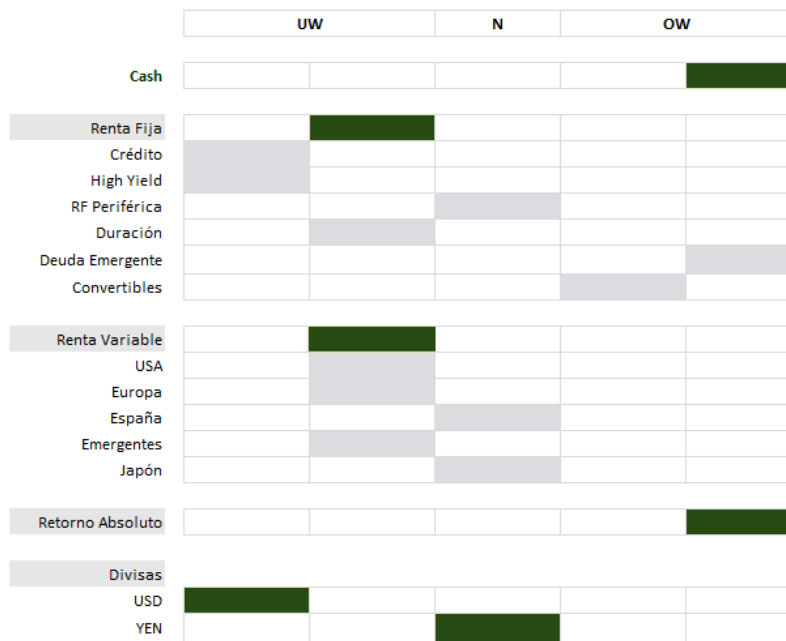
Fuente: Datastream

4. Flujos de compras de bolsa japonesa por parte de extranjeros



Fuente: JP Morgan

Ponderación de las carteras respecto a los índices



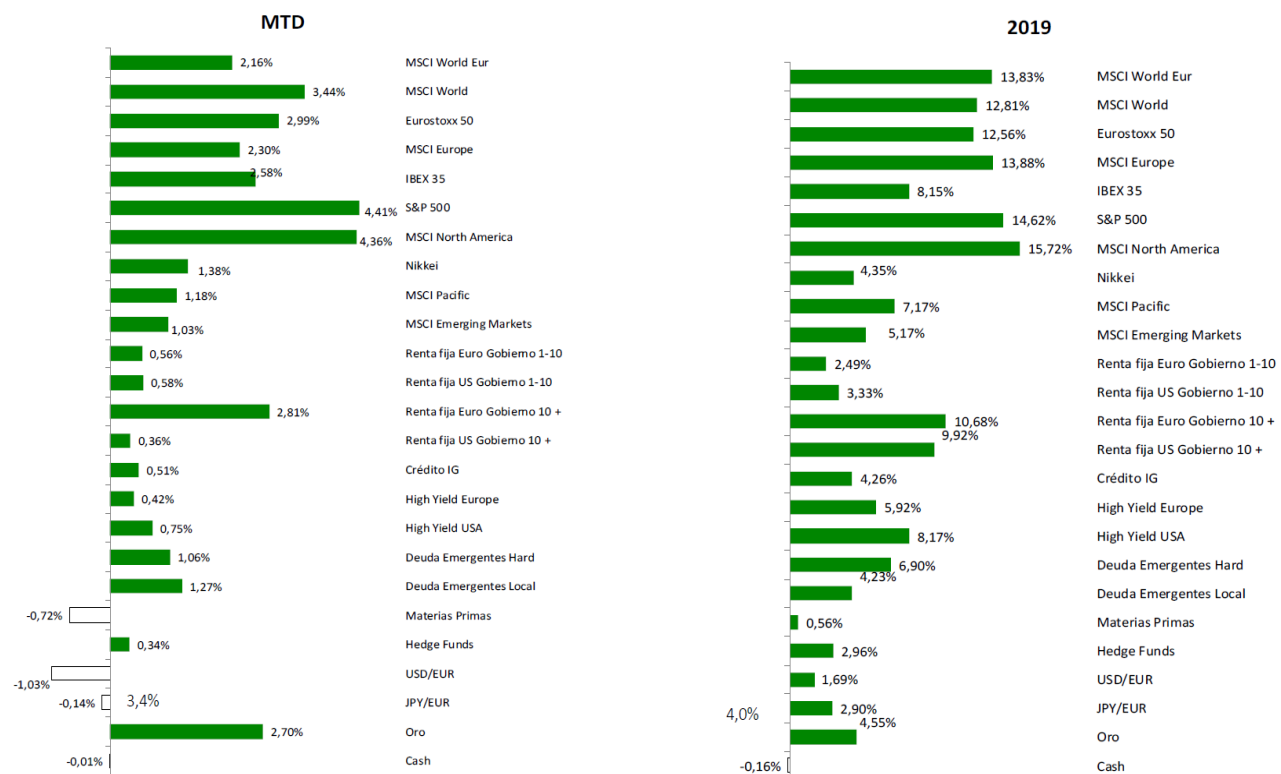
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 07/06/2019)
 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 lopdw@alantra.com

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslo a través de la dirección del email lopdw@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