

## Market Clip

14 de Marzo de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

## Repaso a nuestra visión y posicionamiento

Creemos que el mercado ha pasado de la histeria a la complacencia. Hay bastante consenso en un escenario central en el que el crecimiento económico y los beneficios empresariales se estabilizarán a lo largo del año, y al mismo tiempo la inflación seguiría ausente permitiendo que los bancos centrales se mantengan al margen. Nosotros creemos que las probabilidades de que ese escenario se cumpla son pequeñas.

**Concretando, nos preocupa que el giro de los bancos centrales se deba a que esperan malas noticias en crecimiento, y que la caída de los beneficios empresariales sea un cambio de tendencia.** En las siguientes líneas repasamos nuestra visión macro, micro y de política monetaria para acabar explicando qué esperamos del mercado y cómo están posicionadas nuestras carteras para ello.

**Macro, la desaceleración continúa.** Esta vez nos vamos a centrar más en EEUU, que en 2018 fue uno de los pocos países cuya economía aceleró en lugar de frenar como el resto del mundo. Allí se están publicando cifras macro compatibles con una fase muy madura del ciclo económico: las ventas minoristas desaceleran a la vez que los salarios suben. En el gráfico 1 podemos ver como el dato de ventas minoristas de diciembre fue francamente malo y sólo comparable a números de 1999 y 2008. Creemos que, en parte, es consecuencia de que durante unas cuantas semanas, los funcionarios americanos no trabajaron al haber llegado el gobierno al techo de gasto. De haber continuado el bloqueo en febrero, muchos americanos no hubiesen recibido a tiempo las devoluciones fiscales y, probablemente, en diciembre y por prudencia se anticiparon reduciendo el gasto preparándose para esa potencial situación. En cualquier caso, es una cifra francamente mala. Pero al mismo tiempo, el viernes pasado se publicó una cifra de creación de empleo bastante baja acompañada por un crecimiento de los salarios año sobre año del 3,4%. Desaceleración con inflación salarial no es algo tan raro, simplemente uno de los síntomas de una fase madura del ciclo. Los costes salariales y financieros crecen, frenando el crecimiento micro y macro.

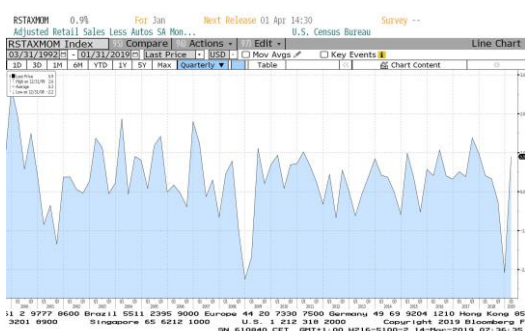
Hay otros frentes abiertos a los que en esta ocasión no vamos a dedicar mucho espacio:

- China sigue decelerando. Las últimas cifras publicadas demuestran que la economía sigue frenando, aunque gracias a la intervención del gobierno, de manera lenta y controlada. Éste ha tomado muchas medidas para estimular la economía. Parece que están funcionando, pero no lo suficiente como para conseguir un cambio de tendencia. China, por ahora, ha puesto mucha menos carne en el asador en forma de estímulos que en ocasiones anteriores, pero tampoco está claro que lo quiera hacer tras sus promesas de los últimos años a favor de un mercado más abierto, más centrado en la demanda interna y menos intervencionista.
- Comercio internacional. Aunque somos positivos, obviamente desconocemos cual va a ser el resultado de las negociaciones entre China y EEUU, pero creemos que el mercado está siendo demasiado optimista: el resultado probablemente no sea blanco o negro, las negociaciones bilaterales han llegado para quedarse, y probablemente cuando Trump haya acabado con China empiece a negociar con la zona euro.

*“Nos preocupa que el giro de los bancos centrales se deba a que esperan malas noticias en crecimiento.”*

*“Nos preocupa que la caída de los beneficios empresariales sea un cambio de tendencia.”*

1. Ventas minoristas ex autos desde 2000



Fuente: Bloomberg

2. PER y Crecimiento de beneficios

	14/12/2018		08/03/2019	
	PER y Crecimiento de Beneficio (esperado el 14/12/2018) para 2019		PER y Crecimiento de Beneficio (esperado el 08/03/2019) para 2019	
	PER 19e	Cto Bº 19e	PER 19e	Cto Bº 19e
Zona Euro	11,8	9,8%	13,0	5,8%
EEUU	15,4	8,6%	16,7	4,4%

Fuente: Alantra & Morgan Stanley

•¿Y qué decir de Reino Unido? Caos total. Esta semana el Parlamento ya ha votado dos veces. La primera para rechazar el plan de desconexión de Theresa May, la segunda ayer para rechazar un Brexit duro (se aprobó por 4 votos! y hoy vuelven a votar para pedir a la UE un aplazamiento del momento de desconexión. Esta probablemente lo conceda, pero a cambio de que el tiempo se utilice para algo concreto que ayude a avanzar. Ese “algo” podría ser un nuevo referéndum sobre el Brexit o elecciones.

**Micro y beneficios empresariales.** En la parte izquierda de la tabla 2 podemos ver cuáles eran las expectativas de crecimiento de beneficios para este año hace sólo tres meses (diciembre), y en la parte derecha, cuáles son hoy. Las empresas están bajando sus previsiones de crecimiento de beneficios para 2019. Los motivos más importantes son dos: esperan caídas de ingresos por la desaceleración y, al mismo tiempo, contracción de los márgenes (el porcentaje de los ingresos que se transforma en beneficio). Los costes serán más altos al estar subiendo los costes salariales y (en EEUU) los costes de financiación por la subida de los tipos de interés. **Una de nuestras importantes divergencias con el consenso es que creemos que ya hemos podido ver el pico de los márgenes de beneficios de este ciclo y estamos viendo como empiezan a caer.**

**Política Monetaria.** Hace unas semanas fue la Reserva Federal la que pisó el freno al parar las subidas de tipos y planearse dejar de reducir su balance. La semana pasada fue el BCE el que lo hizo. El Banco Central Europeo redujo sustancialmente sus expectativas de crecimiento económico y de inflación, y puso en marcha un nuevo TLTRO o sistema de préstamos los bancos a tipos muy bajos. Al mismo tiempo, descartó la posibilidad de subir los tipos de interés hasta 2020. El programa TLTRO no fue nada espectacular, de hecho, sus condiciones fueron menos favorables de lo que muchos esperaban, sin embargo, la rebaja tan intensa del crecimiento y el retraso en la subida de tipos sorprendieron mucho. ¿Está viendo el BCE unas nubes más oscuras que lo que vemos los demás? En cualquier caso, **la conclusión es que mientras la inflación se mantenga controlada, los bancos centrales van a intentar conseguir que la fiesta continúe.**

¿Y cómo estamos invertidos? Con mucha prudencia.

Pese a que el año pasado nos mantuvimos invertidos durante las caídas, **hemos aprovechado el extraordinario rebote de enero y febrero para reducir riesgo. Creemos que el escenario es peor que el que teníamos en octubre antes de la corrección, y merece la pena tener munición para comprar si el mercado vuelve a corregir.**

En renta variable hicimos una primera venta a finales de enero y otra a finales de febrero, que nos llevan a una clara infraponderación. Geográficamente seguimos estando largos de Europa, neutrales en Japón y emergentes y cortos de EEUU, sin embargo, dada la ponderación de los índices, tenemos un peso absoluto parecido entre Europa y EEUU. Sectorialmente nos gusta el sector farmacéutico y energético a nivel global y telecoms en Europa. Tras el TLTRO del BCE; estamos reduciendo el peso en bancos.

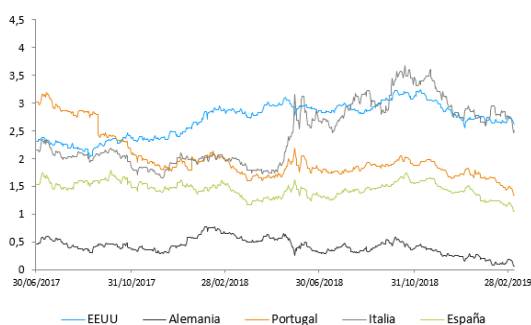
En renta fija, seguimos reduciendo el peso en crédito. El año pasado ya teníamos poca renta fija privada de calidad por la poca rentabilidad que proporciona y la asimetría de riesgo que ofrece, y este año estamos empezando a reducir el peso en renta fija algo más agresiva, que sí habíamos mantenido. No tenemos prácticamente posiciones de deuda gubernamental europea, y sí algo de deuda americana a largo plazo. Mantenemos riesgo en deuda emergente en moneda fuerte, que paga razonablemente bien el riesgo asumido.

Por último, seguimos poco expuestos al dólar. La desaceleración de EEUU debería, en algún momento, hacer que los tipos de la zona euro y de EEUU se empiecen a acercar, reduciendo el diferencial de rentabilidad. Mantenemos oro y yen en las carteras como una herramienta defensiva que proporcionaría solidez a las carteras en caso de una corrección.

**“Una de nuestras importantes divergencias con el consenso es que creemos que ya hemos podido ver el pico de los márgenes de beneficios de este ciclo y estamos viendo como empiezan a caer.”**

**“La conclusión es que mientras la inflación se mantenga controlada, los bancos centrales van a intentar conseguir que la fiesta continúe.”**

3. Principales Bonos



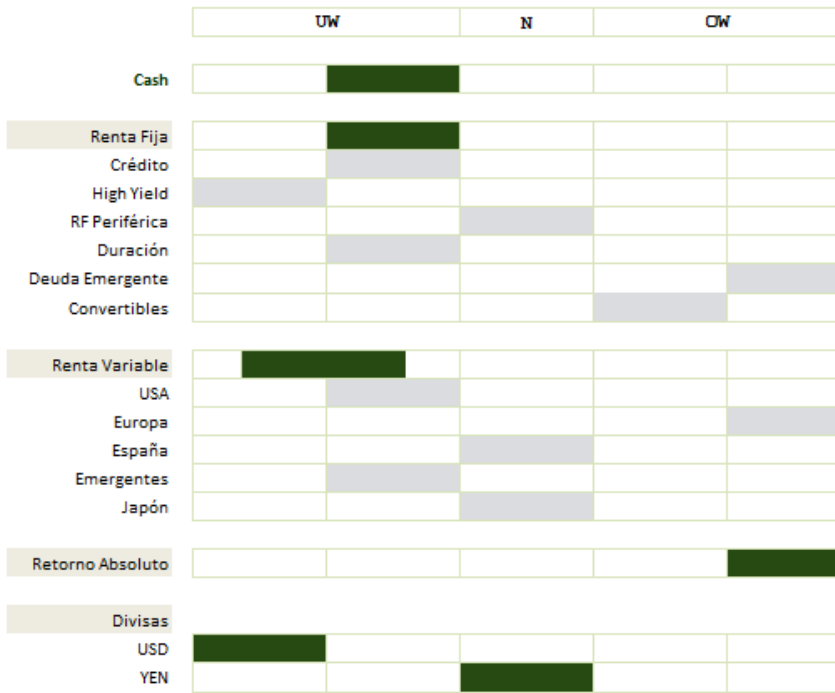
Fuente: Bloomberg

4. Principales Índices



Fuente: Bloomberg

### Ponderación de las carteras respecto a los índices



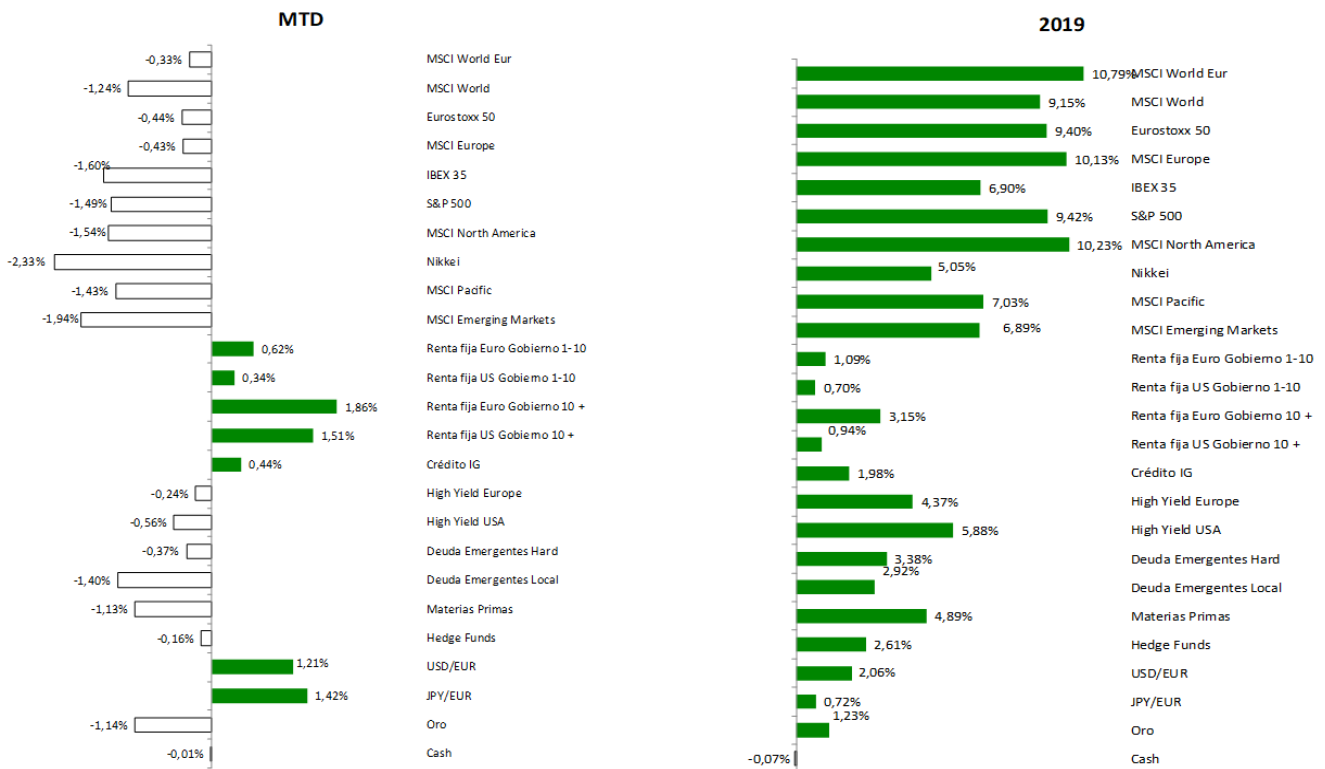
Fuente: Alantra Wealth Management

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 08/03/2019)  
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](mailto: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](mailto: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](http://www.alantrawealthmanagement.com)

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza