

Market Clip

30 de Mayo de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Visión y Posicionamiento

Tras el fuerte rally de los primeros meses del año, en mayo los mercados han entrado en una fase de corrección: caen las bolsas, amplían los diferenciales de crédito y se aplanan las curvas de tipos de interés.

Creemos que esta corrección obedece al exceso de complacencia de los inversores en un contexto de desaceleración de la economía global, que ahora se ve agravado por el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China tras la imposición de sanciones a Huawei. Además, nos encontramos en una fase del año que típicamente es menos propicia para los activos de riesgo (el famoso “sell in May and go away”).

Esta corrección no nos pilla por sorpresa; llevamos ya varios meses afirmando que la rentabilidad potencial de los distintos activos es excesivamente baja, dejando poco margen para el error, y que la desaceleración de la economía terminará por pasar factura a las empresas, que ganarán menos dinero. Por ello, durante el primer trimestre hemos ido reduciendo riesgo a medida que el mercado subía, adoptado un posicionamiento defensivo a la espera de mejores oportunidades de inversión como las que ya vimos a finales de 2018.

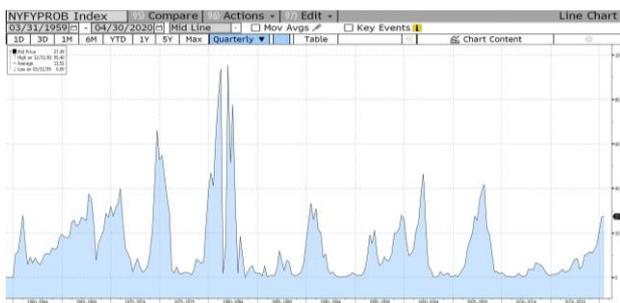
Posicionamiento

En términos generales vemos poco valor en los activos financieros. La política monetaria ultra expansiva de los últimos años ha desplazado a la baja la denominada frontera eficiente, obligando a los inversores a aceptar menor rentabilidad por unidad de riesgo (o, alternativamente, a tener que aceptar mayor riesgo para mantener la rentabilidad). Todo ello nos lleva a mantener niveles excepcionalmente altos de liquidez en las carteras.

“Tras el fuerte rally de los primeros meses del año, en mayo los mercados han entrado en una fase de corrección.”

“Durante el primer trimestre hemos ido reduciendo riesgo a medida que el mercado subía.”

1. Probabilidad de recesión según la FED de NY (27,49%)



Fuente: Bloomberg

2. Probabilidad de una o dos bajadas de tipos en EEUU

Current Implied Probabilities				Add/Remove Rates		
Dates	Meeting	Hike Prob	Cut Prob	Calculated	Based on rate	Fwd Rate
06/19/2019	0.0%	12.6%	0.0%	1.75-2	2-2.25	2.37
07/31/2019	0.0%	30.1%	2.5%			2.32
09/18/2019	0.0%	61.6%	13.8%			2.20
10/30/2019	0.0%	71.9%	22.7%			2.14
12/11/2019	0.0%	86.2%	33.9%			2.01
01/29/2020	0.0%	90.6%	34.5%			1.93
03/18/2020	0.0%	93.5%	32.9%			1.86
04/29/2020	0.0%	94.7%	31.0%			1.81
06/10/2020	0.0%	96.1%	28.0%			1.74

Fuente: Bloomberg

Renta fija: El cambio de sesgo de los Bancos Centrales ha puesto un techo a las rentabilidades de los bonos. No vemos valor en los tipos de interés de la eurozona, que vuelven a estar en mínimos históricos. Preferimos diversificar fuentes de duración teniendo en cartera peso en el bono americano, que ofrece más potencial que los europeos, sobre todo si la desaceleración económica se acentúa.

Crédito: Pensamos que el crédito tiene muy poco valor y hemos reducido posiciones. La concentración de riesgo en el crédito con grado de inversión de menor calidad (BBB) en un contexto de menor crecimiento económico y escasa liquidez de los mercados, puede agudizar las caídas, como ya vimos en el último trimestre de 2018.

Renta variable: En general, vemos poco potencial, sobre todo en las compañías de mayor calidad, que cotizan en zona de máximos. Por el contrario, vemos oportunidades en algunos sectores cíclicos, como autos y petróleo, donde algunas valoraciones descuentan ya escenarios de recesión que, de momento, no se han materializado. No podemos descartar que las valoraciones sufran aún más si la economía se sigue desacelerando, pero dado nuestro bajo nivel de exposición a renta variable nuestras carteras pueden asumir la mayor volatilidad de estos sectores.

Sector financiero: La combinación de bajos tipos de interés con una creciente presión regulatoria y mayores exigencias de capital es poco propicio para la renta variable bancaria. No obstante, las valoraciones ya descuentan un escenario muy negativo y empezamos a ver algo de valor. Sin embargo, la falta de catalizadores a corto plazo y la incertidumbre, nos han llevado a buscar y acometer esta inversión desde el punto de vista de la deuda subordinada por su mayor resistencia y menor volatilidad.

Emergentes: Por fundamentales, sigue siendo una de las áreas más atractivas. La situación financiera de estos países ha mejorado y se beneficia de los bajos tipos de interés. Las valoraciones en renta variable no son elevadas, y en renta fija gozan de diferenciales atractivos. Sin embargo, tácticamente hemos reducido recientemente nuestra exposición por el impacto negativo que las tensiones comerciales está teniendo en Asia y por la posible reversión de los importantes flujos de entrada en el activo los últimos meses.

“Preferimos diversificar fuentes de duración teniendo en cartera peso en el bono americano.”

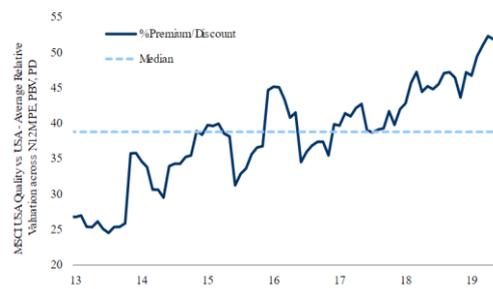
“Las valoraciones ya descuentan un escenario muy negativo y empezamos a ver algo de valor en el sector financiero.”

3. Cuando la curva de tipos se aplana, la volatilidad aumenta



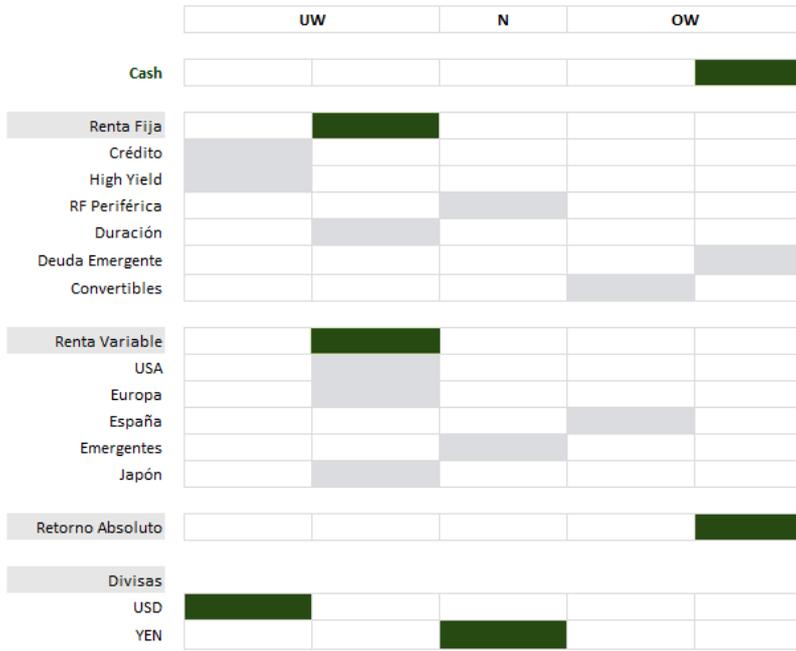
Fuente: Morgan Stanley

4. Los sectores cíclicos cotizan con mucho descuento respecto a los defensivos



Fuente: Morgan Stanley

Ponderación de las carteras respecto a los índices



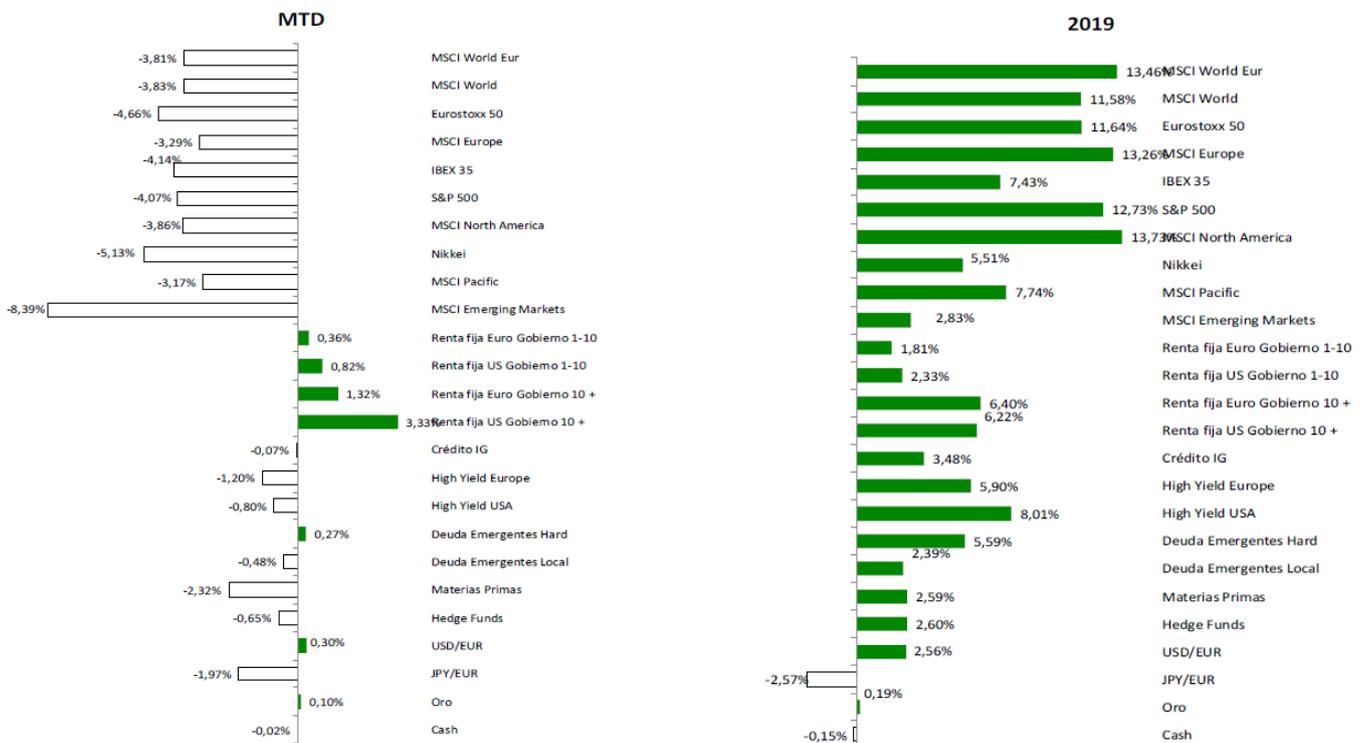
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 24/05/2019)
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