

## Market Clip

28 de Junio de 2019  
Ignacio Dolz de Espejo

### Deceleración y fragilidad, apuntaladas por los bancos centrales

La economía global está decelerando, por lo que hoy es sustancialmente más frágil que hace unos meses frente a shocks externos. Los últimos datos de actividad manufacturera (PMIs) de Japón, Alemania, Italia y Reino Unido ya indican contracción, y el de EE.UU. está cerca. La evolución de la guerra arancelaria entre Estados Unidos y China los próximos meses será clave; en caso de que no se produzca un acuerdo, el porcentaje de bienes de consumo que tendría que gravar Estados Unidos sería muy elevado (hasta ahora los había dejado al margen), afectando al bolsillo de los consumidores americanos, y puede que a la inflación. En ese caso, la economía americana podría entrar en recesión e impulsar a la baja al resto del mundo.

Ante este peligro, los bancos centrales han vuelto a salir al rescate de la economía, haciendo un giro de 180 grados en sus mensajes al anunciar una política monetaria preventiva muy procíclica para evitar una recesión. Creemos que su cambio de mensaje debería dar soporte a corto plazo, pero los mercados de deuda están descontando una actuación aún más contundente que la preanunciada por los banqueros centrales. Ya se esperan bajadas de tipos muy importantes e inmediatas y han bajado sustancialmente las expectativas de inflación. Si la FED y el BCE defraudan en sus reuniones de julio, los mercados podrían sufrir.

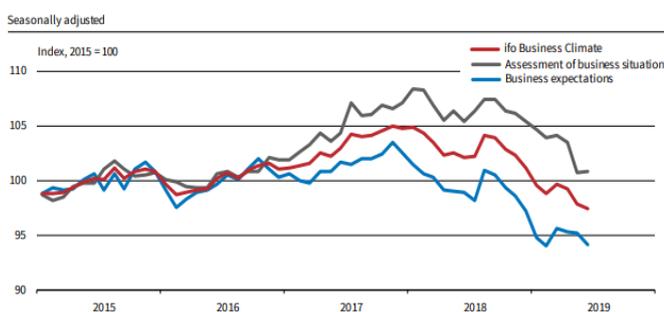
¿Realmente es necesario un recorte de los tipos de interés como el que descuentan los mercados cuando la economía americana sigue creciendo por encima de su potencial, el desempleo se sitúa en mínimos históricos y las bolsas están en máximos? Si la respuesta es “sí”, es que la situación económica es peor de lo que descuentan las bolsas. Si es “no”, el riesgo de que se generen distorsiones en la asignación de los recursos de capital es creciente.

Paradójicamente, mientras los mercados de renta fija, con las curvas de tipos invertidas y más de 13 billones de euros de bonos cotizando a tipos de interés negativo, parecen descontar un escenario de fuerte desaceleración económica y los mercados de renta variable y crédito reflejan un nivel de complacencia que es difícil de explicar en este contexto.

*“Los últimos datos de actividad manufacturera (PMIs) de Japón, Alemania, Italia y Reino Unido ya indican contracción.”*

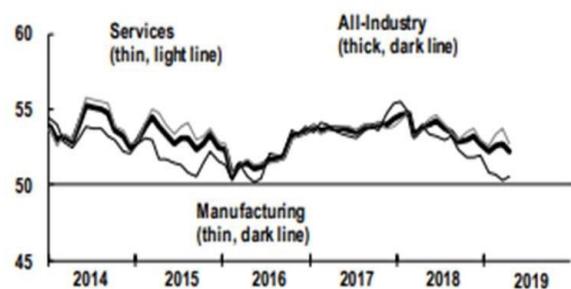
*“Los bancos centrales han vuelto a salir al rescate de la economía. Ya se esperan bajadas de tipos muy importantes e inmediatas, y han bajado sustancialmente las expectativas de inflación.”*

1. IFO Alemania



Fuente: IFO Institute

2. PMI Global



Fuente: JPMorgan

Dos argumentos para intentar entenderlo son el miedo a perderse el mercado (FOMO o “fear of missing out”) y *Goldilocks*, escenario en el que la economía sigue creciendo pero de manera tan suave, que apenas genera inflación, y permite una política monetaria “hiper laxa” que ha propiciado valoraciones de los activos de riesgo muy elevadas. No compramos ninguno de los dos.

### Conclusión

Estamos en un entorno de desaceleración con riesgos al alza. A pesar de que los bancos centrales estén intentando tranquilizar a los mercados, creemos que los mercados de deuda han corrido demasiado, y que el riesgo asumido en bolsa y en crédito no está suficientemente compensado por el potencial de rentabilidad ofrecido. Este entorno de mercado exige ser tácticos. Queremos aprovechar la volatilidad que esperamos ver y poder comprar si los mercados corrigen con fuerza. Con ese fin, mantenemos elevados niveles de liquidez en las carteras.

### Deuda

Aunque los tipos podrían rebotar puntualmente si los bancos centrales defraudan en julio, creemos que se mantendrán crónicamente bajos durante mucho tiempo. No esperamos una mejoría estructural en el crecimiento económico ni en las expectativas de inflación. Pero sí esperamos un movimiento inicial positivo de esta última si los bancos centrales cumplen, ya que los precios suelen reaccionar bien a una primera bajada de tipos. Con ese fin, mantenemos posiciones largas de inflación. Seguimos prefiriendo la deuda americana a la europea por su mayor potencial, ya que parte de niveles de tipos más altos que los bonos europeos. Consideramos que los bancos centrales intentarán dar pendiente a las curvas empujando hacia abajo los tipos a corto plazo, mientras que los largos se deberían mantener estables. Dentro de los gobiernos europeos, nos sigue gustando España en términos relativos: crece más que el resto de Europa y paga más que la media. Al mismo tiempo, estamos gestionando tácticamente nuestra exposición a Italia que, por su volatilidad y alta rentabilidad relativa, ofrece oportunidades cada cierto tiempo.

Esperamos que el cambio del dólar contra el euro siga perdiendo fuelle. Como la FED puede bajar más los niveles de tipos que el BCE, los diferenciales se reducirán, disminuyendo sustancialmente uno de los argumentos que sustenta el valor del dólar. Preferimos tener poco peso en dólares.

*“Queremos aprovechar la volatilidad que esperamos ver, y poder comprar si los mercados corrigen con fuerza.”*

*“Dentro de los gobiernos europeos, nos sigue gustando España en términos relativos: crece más que el resto de Europa y paga más que la media.”*

**3. PMI Manufacturero Japón**



Fuente: Trading Economics

**4. PMI Manufacturero Reino Unido**



Fuente: Trading Economics

**Crédito**

A pesar de que las tasas de impagos siguen siendo muy bajas, poco a poco y a medida que continúa la desaceleración, empezamos a ver un empeoramiento de los fundamentales de las compañías, con menor cobertura de intereses y mayor apalancamiento. La actuación de los bancos centrales está obligando a los inversores a buscar rentabilidad donde la haya, asumiendo cada vez más riesgo a cambio de una rentabilidad menor (TINA, “there is no alternative”). No nos gusta el crédito en términos generales, y poco a poco seguimos bajando peso y aumentando la liquidez de las carteras, aunque las posibles compras de deuda del BCE podrían darle soporte a corto plazo. Todavía vemos nichos de oportunidad en la deuda subordinada bancaria periférica y en la deuda emergente en moneda local.

*“Todavía vemos nichos de oportunidad en la deuda subordinada bancaria periférica y en la deuda emergente en moneda local.”*

**Bolsa**

Si bien es cierto que la bajada de los tipos de interés reduce las tasas de descuento de la bolsa y aumenta el atractivo de los mercados de renta variable en términos absolutos y relativos, preferimos mantener la prudencia. A medida que continúe la desaceleración, los beneficios seguirán goteando a la baja, y las expectativas de rebote de estos a final de año y para los próximos ejercicios, nos parecen demasiado optimistas.

Un buen ejemplo para entenderlo es que los bancos que tienen un peso muy relevante en los índices europeos, apenas van a poder generar beneficios en un contexto de tipos deprimidos, y si acabamos entrando en recesión, sería aún peor. Hemos dejado de ver valor en un sector que aparentemente cotiza a múltiplos atractivos, pero que creemos que sólo podría comportarse bien si hay cambios en la regulación, en los niveles de tipos o si hay consolidación transfronteriza, y no vemos ninguno de los tres a corto plazo. Vemos más valor en la deuda subordinada financiera española que en las acciones de bancos Europeos.

*“Vemos más valor en la deuda subordinada financiera española que en las acciones de bancos.”*

Seguimos manteniéndonos al margen de los sectores más defensivos, como consumo o eléctricas; su recurrencia en términos de dividendos les está haciendo comportarse como bonos, elevando las valoraciones a niveles demasiado exigentes. Hemos debatido mucho acerca del valor de los sectores más cíclicos. Están tremendamente castigados pero sus valoraciones son atractivas. Si acabamos entrando en recesión, serán industrias que sufrirán, pero no creemos que ese sea el escenario a tres meses vista y, por tanto, nos mantendremos invertidos. Es el caso de las petroleras integradas. Por último, con carácter táctico, mantenemos una sobre ponderación en Japón y subimos de nuevo emergentes por nuestra visión bajista del dólar, que es muy positiva para estas economías, beneficiadas también por su alto margen para suavizar sus políticas monetarias.

Queremos insistir en que en este contexto de desaceleración, veremos volatilidad, que queremos aprovechar con movimientos tácticos, para lo cual necesitamos carteras con un alto peso en activos monetarios y elevados niveles de liquidez.

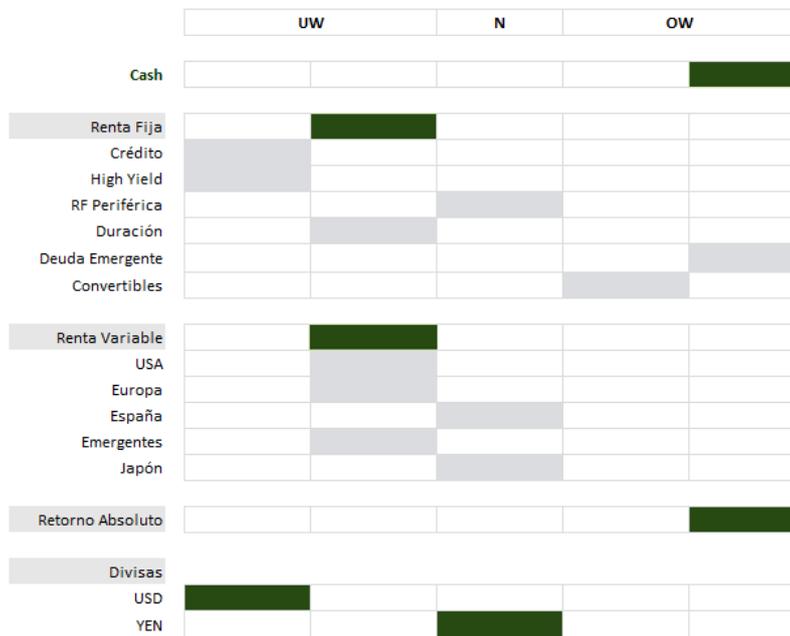
**5. S&P 500 Index**



**6. Diferenciales de los Bonos High Yield desde 2011**



## Ponderación de las carteras respecto a los índices



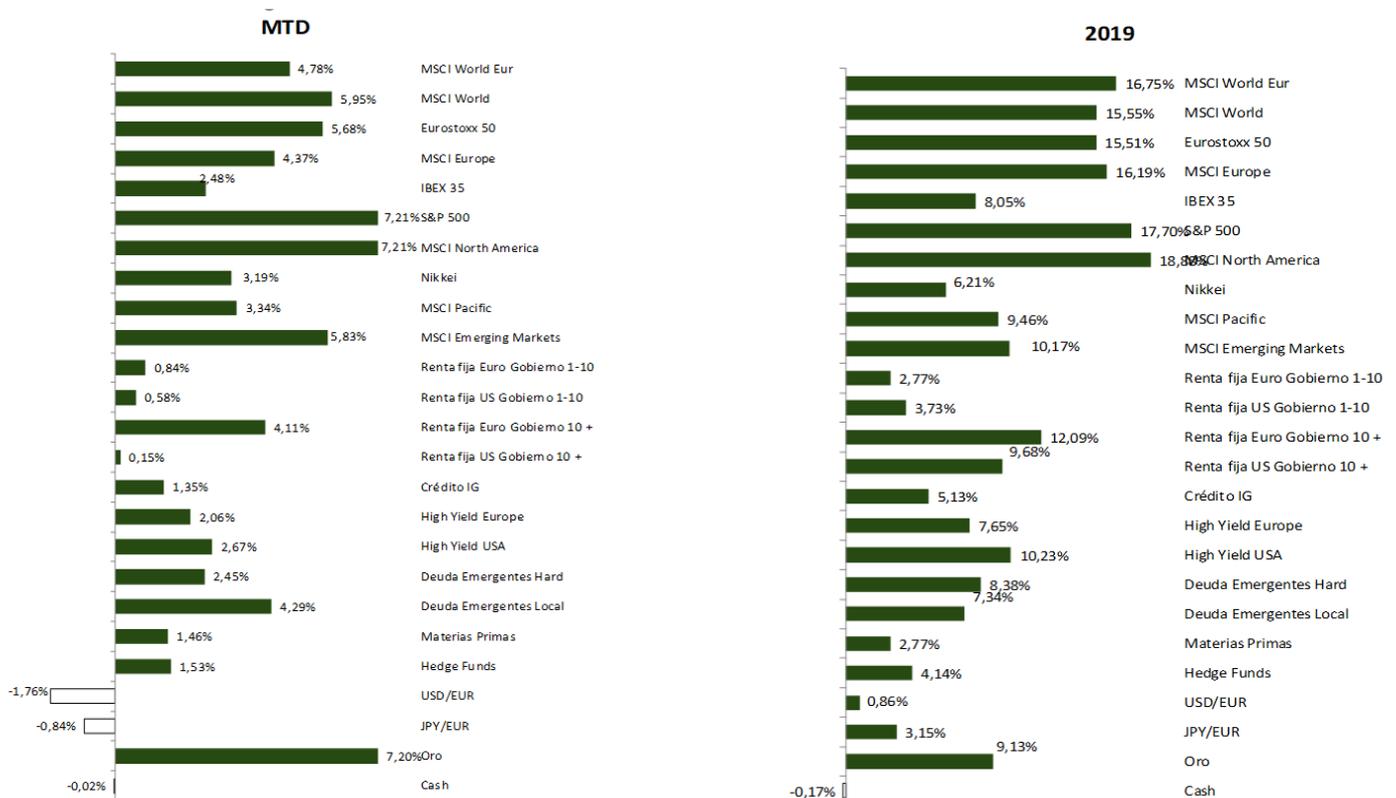
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 21/06/2019)  
 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](mailto: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](mailto: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](http://www.alantrawealthmanagement.com)

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