

Market Clip

04 de Julio de 2019
Ignacio Dolz de Espejo

Definiendo las apuestas

Observamos una dicotomía clara entre fundamentales y flujos. El deterioro de los primeros es claro por el empeoramiento paulatino de la macroeconomía. Sin embargo, todo apunta a que los bancos centrales van a retomar sus programas de compra de activos, dando soporte al mercado o incluso impulsándolos. Aunque en el último Market Clip hicimos una breve descripción de nuestra visión de los mercados, en este queremos explicar nuestras apuestas:

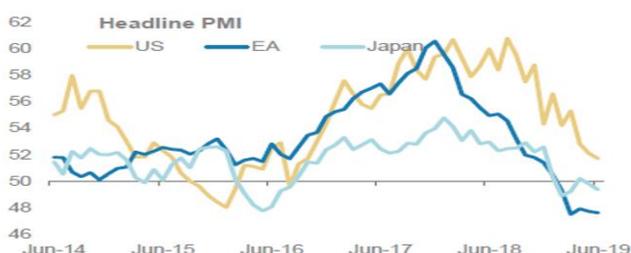
Renta fija:

- Queremos tener duración. En un mercado con crecimiento bajo y poca inflación y soportado por los bancos centrales, no queremos luchar contra la duración. Sin embargo,
- Preferimos que una parte importante de la duración que tenemos nos la dé la curva americana. Si las cosas se ponen feas, los bonos americanos tienen mayor recorrido a la baja y nos aportarían mayor protección.
- Los bancos centrales van a intentar dar pendiente a las curvas (conseguir que los plazos largos paguen más que los cortos), y apostamos por estrategias que se beneficien de esta situación.
- Seguiremos siendo tácticos con la deuda italiana. Creemos que a estos niveles no ofrece mucha rentabilidad, pero las negociaciones con la UE no han acabado y veremos momentos de conflicto que deberían elevar su rentabilidad ofreciendo oportunidades.
- Nos preocupa mucho la iliquidez. Estamos repasando todas las carteras e identificando que bonos podrían ser más problemáticos a la hora de vender para venderlos, pero
- La mayor fuente de liquidez de las carteras es tener una parte importante de estas en activos monetarios, que nos permitirán comprar activos baratos cuando las cosas se pongan feas.
- En cualquier caso, seguimos vendiendo crédito poco a poco, sobre todo el de alta calificación crediticia, que apenas paga para el riesgo asumido.
- Nos siguen gustando los bonos de entidades financieras, sobre todo los cocos o AT1 españoles. Han estrechado mucho menos que lo que lo ha hecho el bono español y creemos que ofrecen una oportunidad relativa importante.
- Seguimos apostando por un incremento de la inflación. A pesar de que vamos en contra del mercado, contamos con que la actuación de los bancos centrales sí tenga algo de efecto. Si lo tiene, las expectativas de inflación deberían repuntar, al menos durante un tiempo.

“Queremos tener duración. En un mercado con crecimiento bajo y poca inflación.”

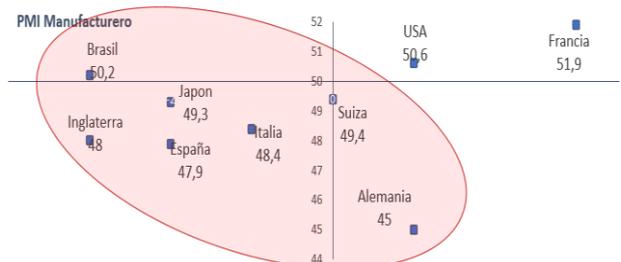
“Nos preocupa mucho la iliquidez.”

1. PMI



Fuente: Mutuactivos

2. PMI Manufacturero



Fuente: Mutuactivos

- Apostamos de nuevo por tener algo de renta fija emergente que, en un entorno de dólar débil y con una caída de la rentabilidad de la deuda americana, podría aportarnos algo de rentabilidad extra. Somos conscientes de que es un activo muy cíclico.

Entramos en profundidad en renta variable.

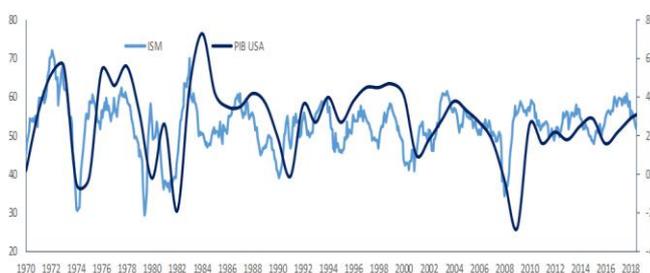
Los sectores más defensivos, capaces de generar dividendos sostenibles, se han comportado de manera espectacular, mientras que los más cíclicos han sufrido mucho y sus valoraciones casi descuentan una recesión. Las compañías value (baratas), han sufrido mucho, mientras que las que han sido capaces de seguir creciendo (growth), se han comportado bien. En este escenario, nuestras conclusiones son las siguientes:

- Queremos evitar entrar ahora en sectores “defensivos”. Aunque tienen la clara ventaja de una recurrencia de beneficios en un entorno de tipos bajos, sus valoraciones nos parecen exageradas.
- Creemos que en este entorno será fundamental evitar compañías cíclicas apalancadas. Si finalmente acabamos teniendo una recesión a corto plazo, estas son las que más sufrirían.
- Queremos mantener o aumentar el peso en empresas cíclicas (sin apalancamiento), aunque evitando que las carteras se vuelvan netamente agresivas. Queremos mantener betas de mercado inferiores a uno. ¿Cómo lo podemos conseguir? Con estrategias *barbell*, en las que combinamos cierto peso en liquidez con valores defensivos a precios razonables y un peso elevado en valores cíclicos deprimidos sin mucha deuda.
- Hay un sector que, para nosotros, recoge gran parte de los condicionantes enumerados: las petroleras integradas. A pesar de que es un sector cíclico, son empresas que aguantarían niveles inferiores de petróleo (aunque no es nuestro escenario). Es un sector con poca deuda y alta capacidad de generar caja, lo que permite una rentabilidad por dividendo atractiva y segura.
- Financieros. Nos preocupan los bancos europeos, nos cuesta ver un escenario positivo para el sector: si evitamos una recesión será gracias a que los bancos centrales van a mantener los tipos crónicamente bajos, de una u otra forma. Las entidades bancarias apenas van a poder generar beneficios en ese contexto; y si acabamos entrando en recesión, el escenario sería bastante peor. Además, la hiper regulación y la falta de capacidad de generar fusiones transfronterizas reducen los catalizadores al alza para el sector. Tácticamente seguimos viendo oportunidades; el sector cotiza a múltiplos atractivos, pero 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.
- Autos. Si bien la valoración del sector está muy deprimida, lo está por motivos objetivos. Por una parte, las ventas están cayendo por la ralentización económica y por las dudas generadas al potencial comprador por las nuevas tecnologías. Además, el Capex de las compañías se ha disparado: se han visto forzados a invertir en I+D para avanzar en la carrera del coche eléctrico. Sin embargo, las valoraciones nos parecen muy atractivas y queremos seguir jugando el sector, al menos, tácticamente. Nos gusta Renault.

“Creemos que estamos ante un posible cambio de tendencia en los mercados de renta variable.”

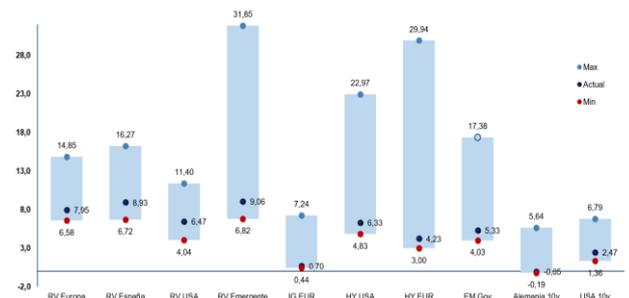
“Creemos que en este entorno será fundamental evitar compañías cíclicas apalancadas.”

3. ISM vs PIB EE.UU.



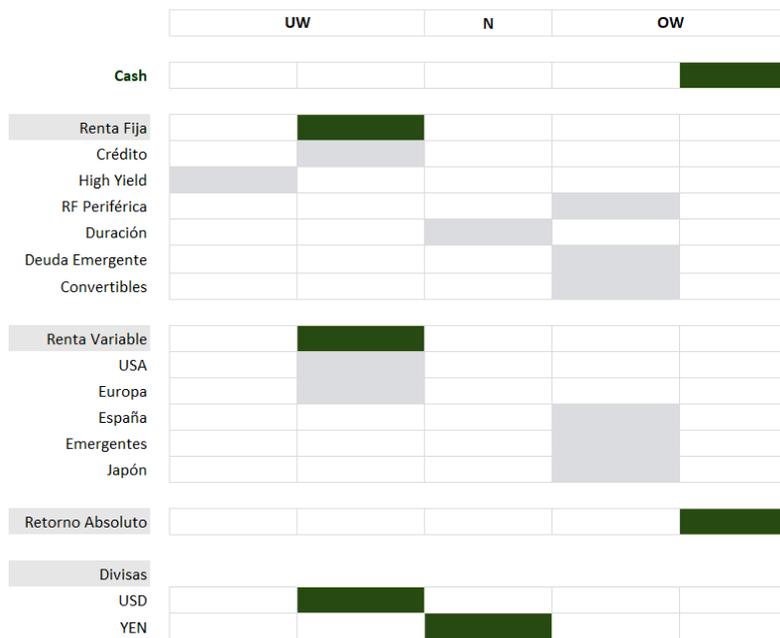
Fuente: Mutuactivos

4. Primas de riesgo en mínimos históricos



Fuente: Mutuactivos

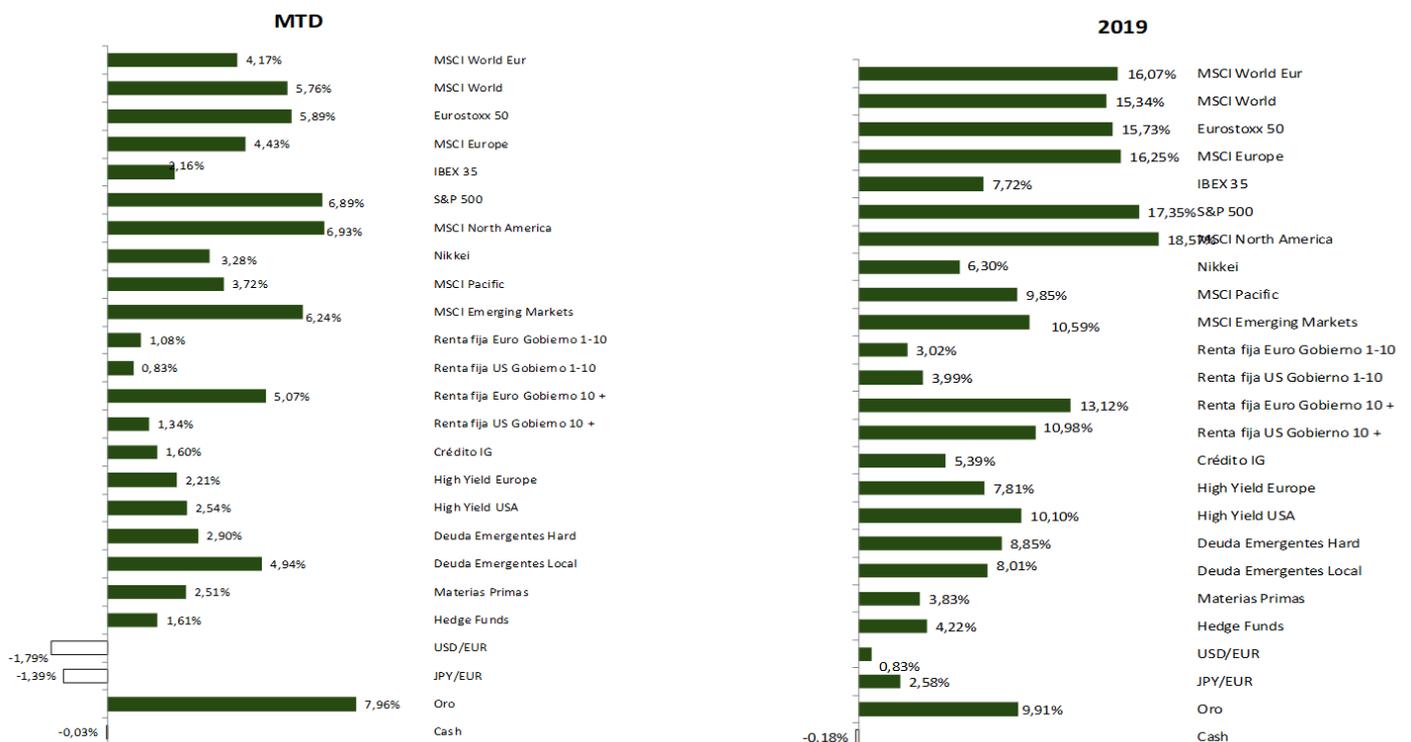
Ponderación de las carteras respecto a los índices



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

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 28/06/2019)
 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