

Market Clip

12 de Septiembre de 2019
Ignacio Dolz de Espejo

Rebote de lo mas castigado

Hemos tenido una semana volátil en los mercados. Más de lo que aparenta. Hace unos días se publicaron datos macro y noticias positivas y se relajaron las expectativas del tamaño de la actuación del BCE. Como consecuencia de ambos factores han subido las rentabilidades de los bonos (y han caído sus precios). Ha ocurrido con más fuerza en los plazos largos, llevando a mayor pendiente de las curvas. Como hasta ahora las curvas de tipos descontaban poco crecimiento, el mercado había dejado de lado los sectores más baratos (value) y ha estado pagado mucho por el crecimiento y el dividendo. Ha ignorado la valoración de las empresas al ser un factor menos relevante. Al cambiar la situación, estos días están repuntando con mucha fuerza en bolsa los sectores más value (sobre todo bancos y autos), muy penalizados hasta ahora.

Macro: En EEUU el ISM de servicios fue muy fuerte, y la encuesta de empleo privada (ADP) también. EEUU y China han anunciado que van a retomar las negociaciones con la idea de intentar llegar a un acuerdo antes de que entren en vigor los aranceles que ya están anunciados. China bajó el coeficiente de reserva de los bancos para aumentar el dinero en circulación. A pesar de que el dato de creación de empleo mensual en Estados Unidos fue flojo por segundo mes consecutivo, el mercado entendió que la macro no está tan mal y, como consecuencia, los activos de riesgo se han comportado bien.

Banco Central: El mercado espera que el BCE tome muchas medidas en esta reunión, y existe un elevado riesgo de decepción. Hace unas semanas, algunos de sus miembros elevaron las expectativas de que lance un fuerte paquete de medidas en septiembre: estratificación del coste de los depósitos en el BCE, bajadas de tipos, compra de activos, un nuevo préstamo (TLTRO)... Posteriormente, otros miembros del BCE (Alemania, Francia, Holanda) desinflaron las expectativas con reticencia a la compra de bonos provocando parte del movimiento de repunte de las rentabilidades de los bonos.

“Han subido las rentabilidades de los bonos (y han caído sus precios)”

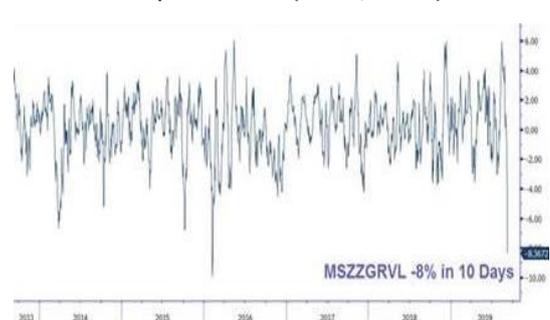
“Esta semana están repuntando con mucha fuerza en bolsa los sectores más value (sobre todo bancos y autos), muy penalizados hasta ahora”

1. Hasta ahora, los sectores value se han comportado muy mal respecto a los de crecimiento



Fuente: Goldman Sachs

2. Pero desde hace unos días, se está produciendo una rotación hacia compañías baratas (bancos, autos...)



Fuente: Morgan Stanley

El mercado descuenta para esta reunión una bajada de tipos de 10 puntos básicos, la reactivación del programa de quantitative easing (compra de bonos inyectando dinero en el sistema), y la puesta en marcha de algún sistema para no penalizar tanto a los bancos que depositan dinero en el BCE (estratificación de depósitos). Además, bajarán las expectativas macro. Si el BCE defrauda, el movimiento de subida de las rentabilidades de los bonos podría continuar.

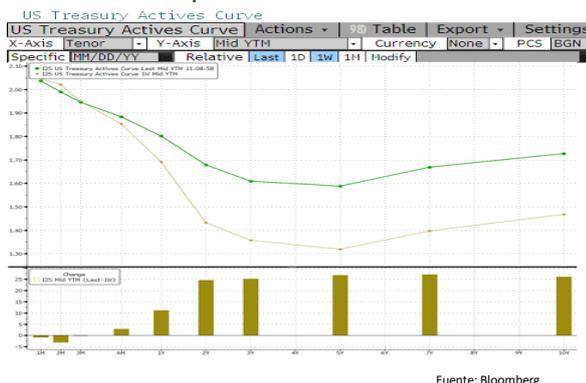
Mercado: Desde el día 3 hasta el 10 destaca la fuerte subida en la rentabilidad de los bonos gubernamentales. La TIR del bund se ha movido desde el -0,71% hasta el -0,53% y el bono a 10 años estadounidense desde el 1,45% hasta el 1,72%, provocando caídas importantes en los precios de los bonos gubernamentales. Este movimiento supone una pérdida del 1,6% en el precio del Bund alemán. A tiempo que la deuda gubernamental se comportó mal, se produjo un estrechamiento de los diferenciales del crédito. La deuda corporativa Investment Grade (de alta calificación crediticia) acabó el periodo con rentabilidad negativa (1,5%), dado que la caída en precio provocada por la referencia de la deuda gubernamental fue muy superior a la ganancia provocada por la reducción de los spreads, que ya están muy estrechos. Sin embargo, la deuda high yield (baja calificación crediticia) cerró plano ese periodo, ya que la ganancia provocada por la reducción de los spreads compensó la caída por el movimiento de los tipos de interés. El Euro Stoxx 50 ha subido un 2,2%, el IBEX 35 un 3% y el S&P 500 un 2,52%. La mayor parte de la subida ha venido provocada por los sectores value: Bancos +9.43% y autos +7.6% frente a consumo estable y eléctricas, que han caído aproximadamente un 2%.

“Si el BCE defrauda, el movimiento de subida de las rentabilidades de los bonos podría continuar”

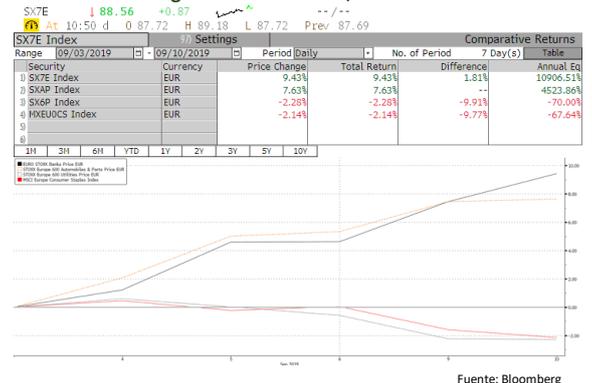
IRPH: El Abogado General del Tribunal de Justicia de la Unión Europea dio el martes su opinión sobre la problemática de las hipotecas sometidas al índice IRPH. El IRPH es un índice que utilizaban más de un millón de hipotecas en España. Estaba calculado por el Banco de España teniendo en cuenta la media de los préstamos a tres años concedidos por bancos y cajas. Era un indicador menos volátil que el Euribor, pero más caro y lento en reflejar la bajada de los tipos de interés de los préstamos. Dicha lentitud provocó denuncias que aseguraban que se trataba de un índice manipulable y abusivo. En 2017, el Tribunal Supremo Español consideró que, al ser el IRPH un índice oficial, las hipotecas con IRPH no eran abusivas. Determinó que no estaban sometidas a la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores. Por tanto, comprendía que la referencia de una hipoteca a un índice oficial como el IRPH no implica falta de transparencia ni es un abuso. El martes, el Abogado General del Tribunal de Justicia de la Unión Europea aseguró que las hipotecas con referencia al IRPH no están excluidas del ámbito de aplicación de esta Directiva. Por tanto, correspondería al juez nacional efectuar el control de la transparencia de la cláusula correspondiente.

“A tiempo que la deuda gubernamental se comportó mal, se produjo un estrechamiento de los diferenciales del crédito”

3. Subida de rentabilidades en la deuda. Movimiento de la curva de tipos americana desde el día 3



4. Los sectores más value (bancos, autos) están rebotando, y los más defensivos corrigiendo. Bancos +9%, eléctricas -2%.



Deberán evaluar en cada caso si este tiene la suficiente transparencia. De lo contrario, tendría un carácter potencialmente abusivo abriendo la vía a la reclamación. La opinión del Abogado General no es vinculante, pero los jueces del TJUE tienden a seguir sus recomendaciones. La sentencia no es buena para los bancos españoles, que ven como se les abre un nuevo frente tras los problemas con las preferentes y las cláusulas suelo. La reacción de los bancos en bolsa fue positiva. Probablemente porque gran parte del coste potencial ya estaba incorporado a los precios.

Polarización del mercado

El mercado cada vez está más polarizado entre pesimistas y optimistas, ambos con argumentos poderosos. Dicha polarización aumenta las posibilidades de movimientos bruscos a corto plazo. Mantenemos la cautela porque nos parece difícil conjugar el deterioro macro y las altas valoraciones. A continuación, exponemos los argumentos de ambos bancos, los dos son sólidos.

Argumento optimista. La economía mundial se está ralentizando, pero en EEUU lo está haciendo a un ritmo muy lento gracias a la fortaleza del consumidor. La inflación es francamente baja y no se espera que repunte a corto plazo, lo que va a permitir a los bancos centrales hacer lo que haga falta para evitar que la economía entre en recesión. Como consecuencia, tenemos por delante años de crecimiento escaso pero positivo y tipos francamente bajos. ¿Qué activos son más interesantes en ese entorno? “No hay más alternativa que invertir en bolsa”. Aunque su valoración parezca cara utilizando métodos tradicionales, si comparamos su rentabilidad con la de la renta fija, el atractivo aumenta sustancialmente.

Argumento pesimista. La macro se está ralentizando en todo el mundo. Aunque EEUU ha aguantado mejor que el resto gracias al peso del consumo (que se mantiene fuerte) en el PIB (70%), la guerra comercial va a seguir drenando crecimiento. Por tanto, es cuestión de tiempo que se empiece a hablar de recesión. Los bancos centrales van a hacer todo lo que puedan para evitarlo, pero han perdido eficacia. Si hasta ahora no han conseguido estimular el crecimiento, ¿por qué lo van a conseguir ahora con las mismas herramientas? El efecto de las medidas de los bancos centrales ha sido llevar los tipos de interés a territorio negativo en gran parte del mundo, y como consecuencia impulsar la valoración de activos como el crédito europeo y la bolsa americana a niveles excesivamente elevados.

Nuestra visión

Aunque no esperamos una recesión a corto plazo, creemos que es difícil que los bancos centrales resuelvan el problema, y la valoración del crédito y de algunas bolsas es elevada. Preferimos mantener la cautela y reservar algo de liquidez para comprar cuando los mercados corrijan. No es una posición estratégica, sino táctica; queremos utilizarla activamente para aprovechar las oportunidades que nos dé el mercado. Con tanta polarización, creemos que la volatilidad está asegurada.

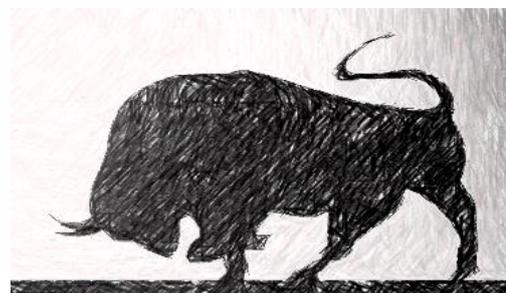
“El mercado cada vez está más polarizado entre pesimistas y optimistas, ambos con argumentos poderosos”

“Aunque no esperamos una recesión a corto plazo, creemos que es difícil que los bancos centrales resuelvan el problema”

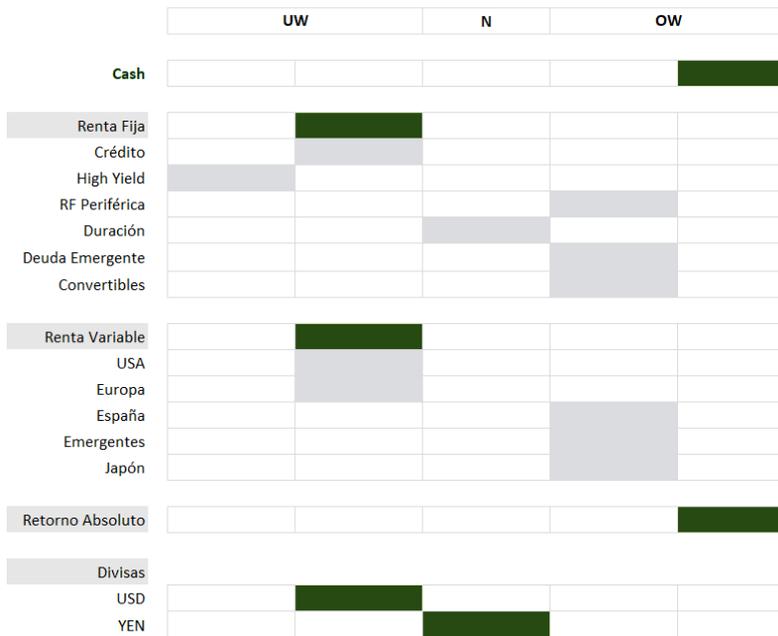
5. Los bajistas esperan que la macro se siga debilitando



6. Los alcistas se apoyan en la mayor rentabilidad relativa de las bolsas



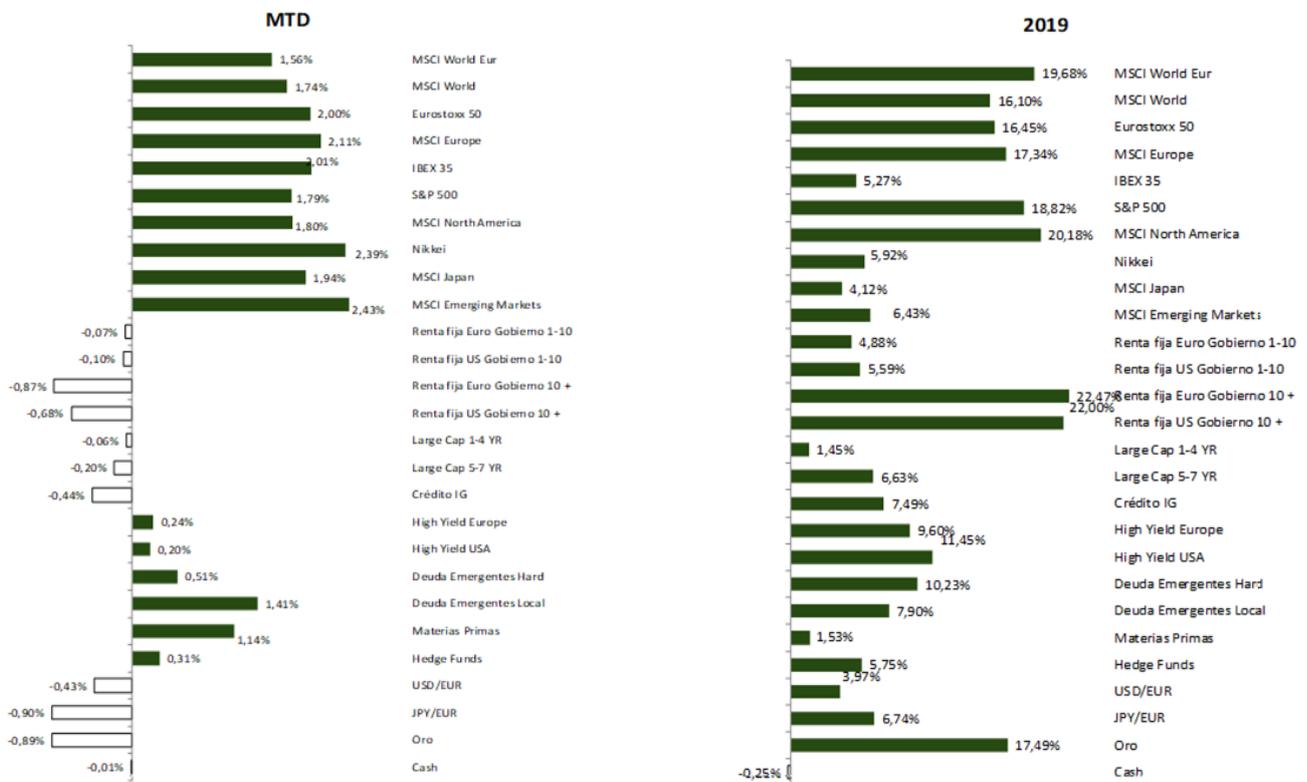
Ponderación de las carteras respecto a los índices



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 06/09/2019)
 Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Indices), 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