

Market Clip

26 de Septiembre de 2019
Ignacio Dolz de Espejo

Revisión de nuestra distribución de activos

Introducción

Seguimos viendo un escenario macro de desaceleración económica a nivel global. Creemos que la inflación y los tipos estarán contenidos a corto plazo. Mantenemos niveles en duración y crédito y buscaremos una oportunidad para incrementar el peso en bolsa. Especialmente en la parte más cíclica y castigada.

“Seguimos viendo un escenario macro de desaceleración económica a nivel global”

Macro

Seguimos viendo un escenario macro de desaceleración económica a nivel global. El sector industrial está dando señales de fuerte desaceleración, pero mientras el consumo privado se mantenga fuerte, apoyado en el pleno empleo y el crecimiento de los salarios, es difícil que veamos una recesión los próximos meses.

“La política monetaria está perdiendo eficacia y será necesario un apoyo fiscal, particularmente en Europa. Éste todavía puede tardar algún tiempo en llegar”

A corto plazo, parece que la inflación se va a mantener por debajo de los objetivos de los bancos centrales, lo que les va a permitir seguir aportando estímulos monetarios para tratar de reactivar el crecimiento económico. Creemos que, en consecuencia, los tipos de interés se van a mantener bajos durante un periodo prolongado de tiempo. Sin embargo, parece claro que la política monetaria está perdiendo eficacia y será necesario un apoyo fiscal, particularmente en Europa. Éste todavía puede tardar algún tiempo en llegar; seguramente no lo veamos hasta que el empleo se empiece a resentir. Los EEUU ven la política monetaria como un instrumento más de la política cambiaria y van a tratar de debilitar el USD para protegerse de la desaceleración global.

1. La desaceleración global continúa. PMI global compuesto



2. Especialmente en el sector manufacturero (PMI Manufacturero Alemán)



Mercados, renta fija

Tipos de interés: el contexto de tipos de interés reduce mucho el potencial de la renta fija que, no obstante, puede mantener el buen tono a corto plazo apoyada tanto en aspectos técnicos (expectativas de bajadas de tipos, inyecciones de liquidez de los bancos centrales, escasez de emisiones, compra por parte de extranjeros...) como fundamentales (activo refugio en un contexto de desaceleración macro). Por ello, aunque no veamos mucho potencial mantenemos posiciones en duración como activo táctico en las carteras.

“La renta fija puede mantener el buen tono a corto plazo apoyada tanto en aspectos técnicos como fundamentales”

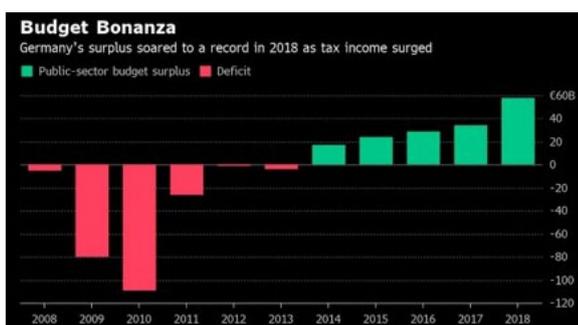
Estamos invertidos en inflación. Aunque pensamos que no va a repuntar a corto plazo, creemos que es mejor estar largos de inflación (a fin de cuentas, es lo que pretenden crear los bancos centrales) que cortos de duración (que seguirá apoyada por los bajos tipos de interés).

Crédito: El comportamiento de la deuda corporativa de alta calidad va a estar más ligado a su componente de duración que al de crédito y, por lo tanto, seguirá soportado mientras los tipos de interés se mantengan bajos. No obstante, es un activo caro, con poco potencial y con alto riesgo específico, lo que nos lleva a ser cautos. Tenemos una opinión negativa respecto a la deuda corporativa de baja calidad, tanto por las bajas primas de riesgo a que cotiza como por el impacto que la desaceleración económica pueda tener en la solvencia de las compañías más endeudadas. Además, seguimos pensando que este puede ser un activo particularmente expuesto ante un cambio en las condiciones de liquidez de los mercados. Dicho esto, seguimos viendo valor relativo en la deuda subordinada bancaria, donde las dinámicas de acumulación de capital siguen favoreciendo a la deuda vs el equity.

“Reducimos el peso en deuda emergente porque creemos que el menor crecimiento económico y las fuertes entradas de capital en este activo en tiempos recientes limitan el potencial para los próximos meses”

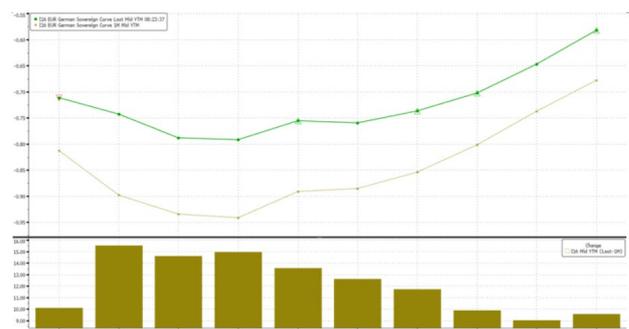
Reducimos el peso en deuda emergente (desde sobreponderar a neutral) porque creemos que el menor crecimiento económico y las fuertes entradas de capital en este activo en tiempos recientes limitan el potencial para los próximos meses.

3. Alemania tiene capacidad de gasto



Fuente: Bloomberg

4. La curva de tipos alemana se ha movido de manera similar en todos sus plazos



Fuente: Bloomberg

Mercados, renta variable

Aunque la desaceleración económica está empezando a hacer mella en los resultados empresariales, que este año apenas van a crecer, podría seguir soportada por la reducción estructural del coste de capital y la falta de alternativas. Además, la parte más cíclica de la renta variable podría ser el activo más beneficiado de una hipotética expansión fiscal (en Europa) o un acuerdo comercial entre China y EE.UU. (pensamos que Trump podría hacer algo para favorecer su reelección en 2020). Estamos valorando, o bien incrementar el peso con opcionalidad o bien esperar a una corrección para incrementar la exposición, ya que la valoración absoluta en el caso de los cíclicos, y la valoración relativa, en el caso de las empresas de mayor crecimiento, parece suficiente como para justificar un aumento de exposición en un contexto donde no hay otras alternativas de inversión que ofrezcan expectativas de resultados atractivos a largo plazo.

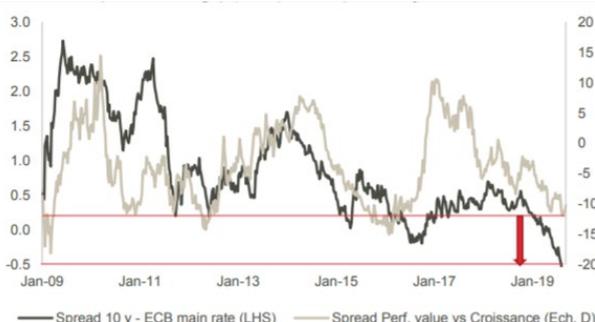
“La renta variable podría seguir soportada por la reducción estructural del coste de capital y la falta de alternativas. Además, los sectores más cíclicos podrían ser el activo más beneficiado de una hipotética expansión fiscal”

Seguimos pensando que el dólar debería depreciarse vs el euro a medida que el diferencial de crecimiento y tipos de interés entre ambas áreas geográficas se estrecha. Además, el gobierno americano está siendo muy explícito a la hora de pedir una depreciación del USD. Sin embargo, somos conscientes de que el Billete Verde (como el Yen o el Oro) actuará como activo refugio en caso de que se produzca un aumento de la percepción de riesgo a nivel global y, por ello, mantenemos posiciones en dólar y oro en cartera como activo de diversificación.

“El dólar debería depreciarse vs el Euro a medida que el diferencial de crecimiento y tipos de interés entre ambas áreas geográficas se estrecha”

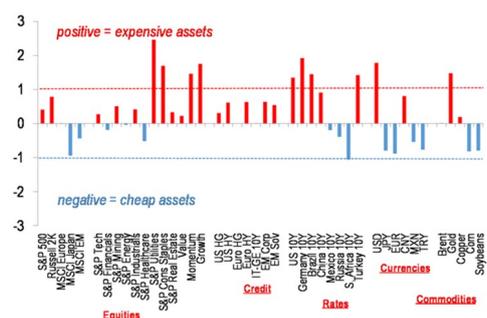
Creemos que, en este contexto de menor crecimiento económico, mayores riesgos geopolíticos y políticas monetarias cada vez menos eficaces, podríamos ver un aumento de la volatilidad de los mercados, lo que nos obliga a mantener una gestión muy táctica de las carteras (y a utilizar la opcionalidad como instrumento de gestión).

5. El mal comportamiento de los sectores value frente a los de crecimiento tiene que ver con la pendiente de la curva de tipos



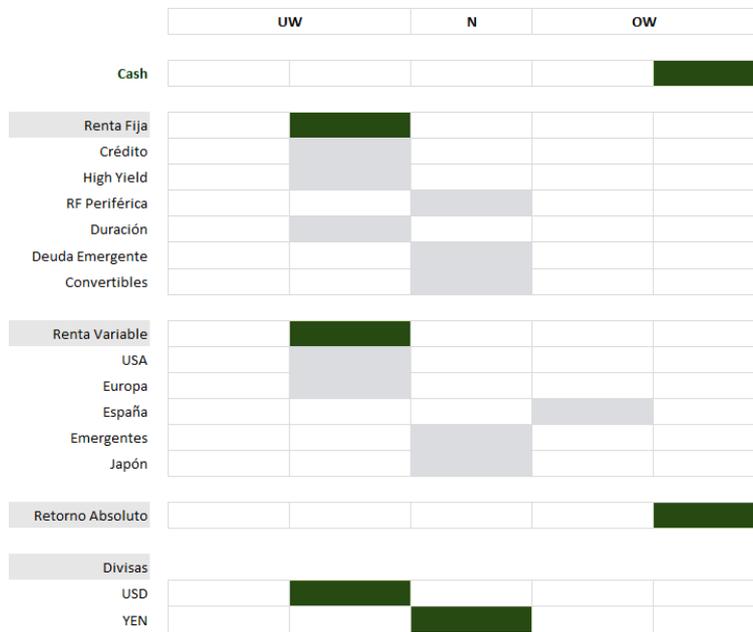
Fuente: Oddo

6. Los sectores más defensivos cotizan caros respecto a sus medias históricas



Fuente: Hedgeye

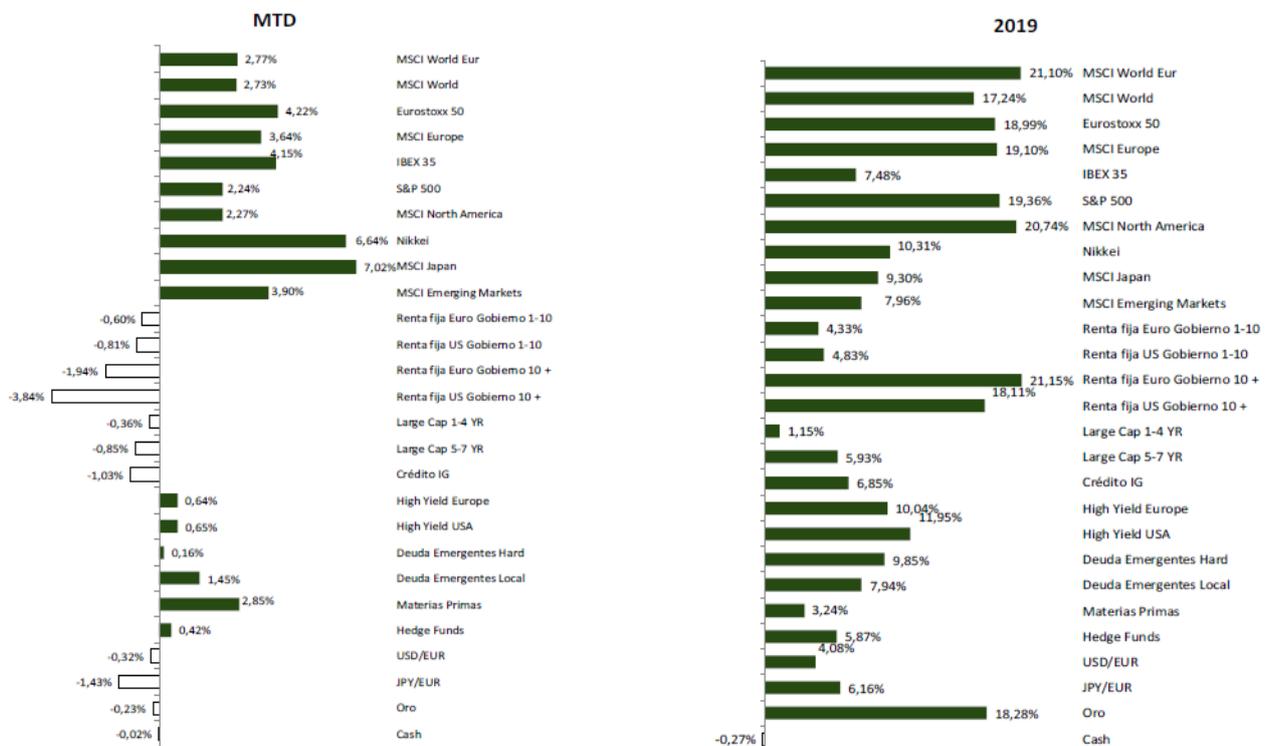
Ponderación de las carteras respecto a los índices



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 20/09/2019)
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFAS 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

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