

Market Clip

26 de Abril de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Como están invertidas nuestras carteras

Los mercados siguen teniendo un tono positivo, pero nosotros seguimos reduciendo peso en bolsa. Creemos que la situación macro no está clara, y que, en cualquier caso, las primas de riesgo y valoraciones actuales del mercado no pagan el riesgo asumido ni en bolsa ni en renta fija privada.

Las últimas semanas hemos visto datos algo mejores de lo esperado en EE.UU. y en China, y peores en la zona euro. En China, el PIB del primer trimestre ha crecido año sobre año un 6,4% frente al 6,3% esperado y, la actividad manufacturera y el comercio exterior se han reactivado (levemente). En EE.UU. se vuelve a crear empleo a un buen ritmo y la actividad manufacturera acelera, pero en la zona euro pintan bastos. El indicador IFO de actividad empresarial se sigue contrayendo, aunque las expectativas parecen apuntar a una mejoría. En resumen, no sabemos aún si hemos visto un bache macro y estamos ante una vuelta a la senda del crecimiento, o si estamos viendo un rebote técnico tras una caída muy fuerte.

Pero el mercado sí tiene confianza y rebota con fuerza. Uno de los motivos es que los inversores están rehaciendo posiciones. Otro alternativo o simultaneo es la creencia en un escenario "goldilocks" que espera una macro suave y una inflación baja que permitiría unos bancos centrales muy laxos, escenario similar al de 2016 y 2017 y que llevaría aparejado una importante apreciación de los activos de riesgo.

Por el contrario, los bajísimos niveles de rentabilidad de la deuda gubernamental, especialmente en la zona euro, apunta a un escenario macro muy negativo.

Nosotros no sabemos si la macro seguirá mejorando con fuerza, pero creemos que como mínimo la situación no es clara, y que el escenario goldilocks parece muy frágil: hay riesgo. Pero sí sabemos que las primas de riesgo están en mínimos y las valoraciones en máximos en un momento en que aún hay muchas dudas.

Mientras tanto, ¿cómo están invertidas ahora nuestras carteras?

Los números que contamos a continuación no son exactos, y difieren evidentemente por perfil de riesgo en función de los fondos mixtos o de terceros que pueda haber en cartera, etc. Pero sí son bastante aproximados.

“Las últimas semanas hemos visto datos algo mejores de lo esperado en EE.UU. y en China, y peores en la zona euro.”

“Las primas de riesgo están en mínimos y las valoraciones en máximos en un momento en que aún hay muchas dudas.”

1. IFO alemán



Fuente: Bloomberg

2. Índice Manufacturero Caixin chino



Fuente: Bloomberg

En renta variable tenemos una posición prudente, con alrededor de un 20% menos de que el índice de referencia. Es decir, para una cartera con una neutralidad del 40%, estaríamos invertidos aproximadamente al 30%. Haciendo base 100 de ese 30%, tenemos alrededor del 41% en bolsa americana, un 32% en Europa, un 16% en emergentes y un 11% en Japón. Dado que nuestro índice de referencia es el MSCI World, con un peso bastante alto en bolsa americana, supone estar largos de Europa y de emergentes, corto de EE.UU. y neutrales en Japón. Debemos destacar que, del peso en emergentes, alrededor del 3% está directamente en bolsa China.

Sectorialmente, apostamos por telecos y salud como sectores defensivos, por bancos, autos y energía como cíclicos, y estamos planteándonos subir el peso en materiales y tecnología, pero esperando a un momento más propicio.

En renta fija, tenemos poco peso en bonos de gobierno y en crédito, por lo que tenemos mucha liquidez. No tenemos prácticamente nada de peso en renta fija privada *investment grade* o *high yield* y, por el contrario, sí tenemos en activos con rentabilidad (y riesgo) más altos, como subordinados financieros y deuda emergente. Creemos que el ratio rentabilidad/riesgo de tener mucha liquidez y un poco de deuda arriesgada es mejor que el de tener mucha deuda poco arriesgada en un momento en que este tipo de deuda no paga prácticamente nada.

Dentro del peso en bonos de gobierno, no tenemos riesgo de tipos de interés europeo, ya que lo cubrimos y, sin embargo, sí tenemos alrededor de un 5% en bonos a 10 años americanos. Pese a que la rentabilidad después de cubrir el dólar es similar a la de la deuda alemana, en caso de una corrección importante, el bono americano creemos que nos protegería bastante más.

Consideramos bastante probable que las expectativas de inflación se eleven ligeramente los próximos meses. La subida del precio del petróleo y la mejoría de la situación macro y del empleo debería presionar al alza unas expectativas que hoy son muy bajas. Para aprovecharnos de la oportunidad hemos comprado inflación americana e inglesa (para cubrirnos en parte del problema del Brexit).

También tenemos oro en carteras. Es un activo que aporta solidez a las carteras, ya que cuando hay una corrección, tiende a apreciarse. Además, también funciona como cobertura contra la inflación.

Creemos que la valoración del dólar es en estos momentos bastante razonable, por lo que tenemos un peso bastante bajo en las carteras, principalmente para aportarles solidez.

Tenemos un peso bastante elevado en carteras en retorno absoluto, un activo que debería proporcionarnos una rentabilidad muy moderada, pero superior a la de la tesorería. Dado que tenemos un nivel de inversión en activos de riesgo muy bajo, necesitamos ese extra de rentabilidad. Por último, y en este caso muy de la mano de cada cliente y tras analizar aún más en profundidad sus preferencias, su aversión al riesgo y sus necesidades de liquidez, tenemos un peso relevante en activos alternativos. Creemos que la prima de iliquidez que ofrecen algunos como el private equity o la deuda privada, compensan la pega que tienen esta clase de productos para aquellos clientes que pueden tener la capacidad de destinar una pequeña parte de su cartera a activos menos líquidos.

“Largos de Europa y emergentes, corto de EE.UU. y neutrales en Japón.”

“Tenemos un peso bastante elevado en carteras en retorno absoluto, un activo que debería proporcionarnos una rentabilidad muy moderada, pero superior a la de la tesorería.”

3. Inversa del PER estimado S&P 500



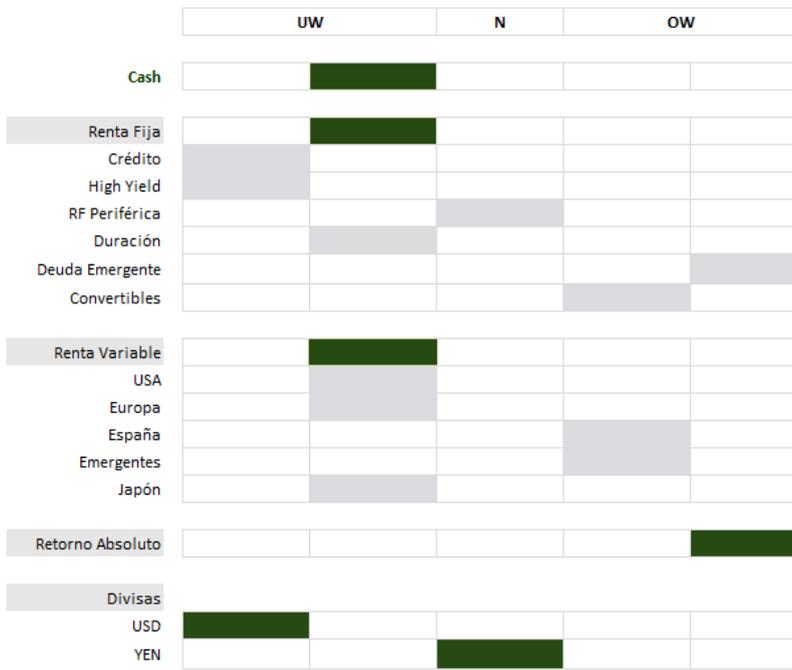
Fuente: Alantra

4. Spread del High Yield americano



Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices



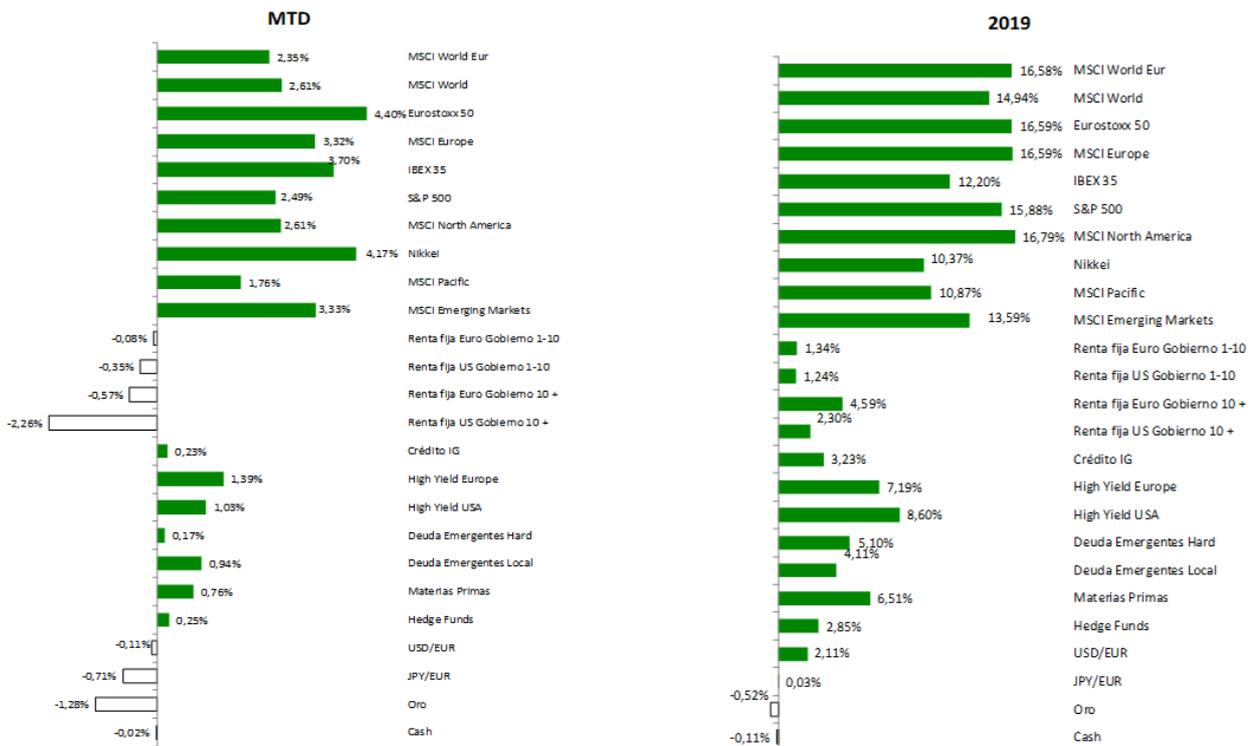
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 18/04/2019)

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