

## Market Clip

20 de Marzo de 2020  
Ignacio Dolz de Espejo

## Escenarios

Vamos a repasar la situación del mercado, dibujar unos escenarios macro asignándoles probabilidades, explicarles qué necesitamos ver para incrementar los niveles de riesgo y trazar una estrategia sobre dónde y cómo invertiríamos.

Como sabemos, las medidas destinadas a evitar la expansión del Coronavirus de Wuhan están teniendo un fuerte impacto económico. Como consecuencia, se ha producido una caída de los mercados muy elevada, solo comparable en su verticalidad a 1987 y 1928. Los bancos centrales empezaron tomando medidas tímidas que ya han convertido en auténticos bazucas para intentar estabilizarlos, y los últimos días los gobiernos también están poniendo en marcha ambiciosos planes de política fiscal. Sin embargo, por ahora, no están siendo capaces de calmar a los mercados. ¿Por qué?

### ¿Qué está ocurriendo en los mercados?

Las bolsas europeas han caído en lo que llevamos de año aproximadamente un 35% y la americana un 25%. La volatilidad de las bolsas está en máximos históricos, casi doblando los niveles de la Gran Depresión de 2018, pero el gran cambio ha sido la agudización de la corrección en renta fija privada. En pocos días la de alta calificación crediticia europea ha pasado de caer un 1,4% a un 5% y la high yield de un 3% a un 18%. Algunos activos de renta fija como la deuda financiera AT1 cae un 25%, pero también están cayendo en precio activos que tradicionalmente se han considerado un refugio, como el dólar, el oro o la deuda gubernamental. Al caer el precio de todos los activos, incluidos los más defensivos, el impacto en los clientes conservadores está siendo muy importante.

Pese a las medidas tomadas por los gobiernos y bancos centrales, los mercados siguen cayendo. ¿Por qué?

- En primer lugar, porque todo el mundo está vendiendo al mismo tiempo, lo que descompensa los mercados, especialmente los menos líquidos como la renta fija.

*“El gran cambio que se ha producido lo últimos días ha sido la agudización de la corrección en renta fija privada”*

*“Al caer el precio de todos los activos, incluidos los más defensivos, el impacto en los clientes conservadores está siendo importante”*

1. Primas de riesgo Italia y España



Fuente: Bloomberg

2. Itraxx y Itraxx Sub Financiero



Fuente: Bloomberg

- Estamos viendo **muchos vendedores forzados**, obligados a reducir su apalancamiento al estar sufriendo pérdidas y haberse disparado la volatilidad. Puede darse el caso de que sus financiadores les estén pidiendo que aporten más garantías o reduzcan el riesgo, o que los modelos de control del riesgo estén forzando a vender por el entorno de riesgo.
- **Es un círculo vicioso**: el desapalancamiento forzado está provocando que incluso activos refugio como la deuda americana y alemana, o el dólar y el euro estén cayendo. Lo que les debería estar sumando rentabilidad se la está mermando, y esto les fuerza a reducir más el riesgo.

*“Todo el mundo está vendiendo al mismo tiempo, lo que descompensa los mercados, especialmente los menos líquidos como la renta fija”*

No sabemos cuánto tiempo puede durar este proceso de desapalancamiento, por lo que no queremos fijar niveles a los que incrementaríamos niveles de riesgo. Como explicamos más abajo, preferimos fijar condiciones previas para poder hacerlo.

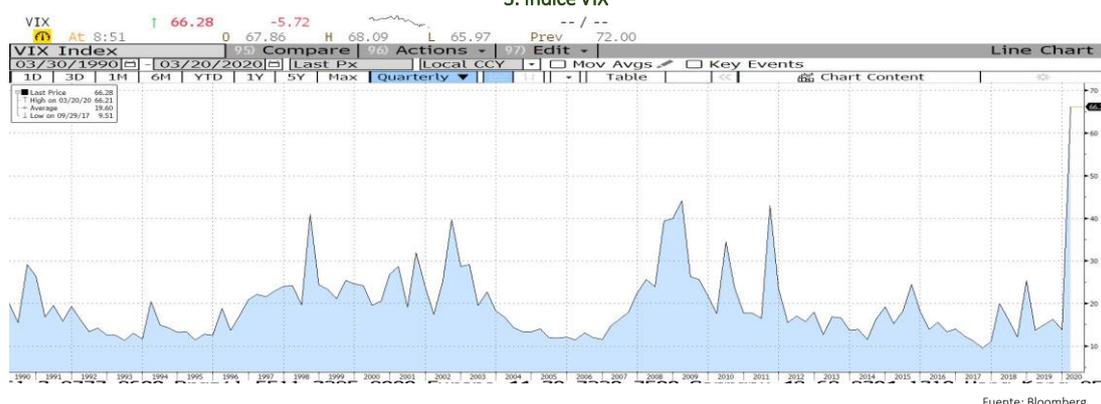
## Escenarios macroeconómicos

Dibujamos tres escenarios para los próximos meses centrándonos sólo en la economía, no en los mercados. Una recuperación en “V” tras una mejora súbita en la evolución del Covid-19, una en “U” en la que, o bien lleva más tiempo o el efecto sobre a economía retrasa la recuperación, o una “L”, donde los efectos del virus y las medidas de contención para evitar su propagación provocarían una recesión duradera. A continuación, describimos los escenarios y les asignamos probabilidad.

1. **Recuperación en “V” en pocos meses: 10% de probabilidad.** Desconocemos cuándo y cómo el virus va a dejar de impactar sobre la economía, por lo que nuestra asignación de probabilidad es sólo un ejercicio práctico. **Parece difícil que se encuentre una vacuna en pocas semanas y, aunque la evolución de la enfermedad en China es esperanzadora, la realidad es que llevan meses con medidas para evitar su propagación. Por tanto, parece difícil que en Europa podamos estar en una situación normal en pocos meses.**
2. **Recuperación en “U” en 2 o 3 trimestres: 30% de probabilidad.** Suponiendo que seguimos el mismo curso que China, llevará meses volver a una situación normal. Es este escenario estamos suponiendo que el impacto sobre la economía no es duradero. **Gracias a las medidas de política monetaria y fiscal que se han tomado, se evitaría que muchas empresas quiebren.** La mejoría de las condiciones financieras y la inyección de política fiscal ayudaría a que, en la última parte del año, la economía recupere el ritmo de crecimiento anterior.

*“No sabemos cuánto tiempo puede durar este proceso de desapalancamiento, por lo que no queremos fijar niveles a los que incrementaríamos niveles de riesgo”*

3. Índice VIX



3. Escenario en "L", esta crisis deriva en una recesión de más de un año: 60% de probabilidad. En este supuesto estaríamos asumiendo que, o bien el daño generado a la economía es suficientemente grande como para evitar una recuperación rápida y/o que el impacto sobre los mercados es duradero, es decir, que las condiciones financieras no vuelven a ser las mismas. Si los diferenciales de crédito se mantienen elevados y/o si deja de ser tan fácil apalancarse o emitir deuda, podríamos encontrarnos ante una recesión de más de un año.

### ¿Qué está descontado en los mercados?

Una recuperación en "U" o en "V" probablemente ya estaría descontada en algunos mercados, como el crédito y las compañías más cíclicas (pero no las apalancadas o con riesgo de solvencia). Si lo que acabamos sufriendo es una recesión que se alarga en el tiempo, tendría sentido que algunos activos sigan corrigiendo.

### ¿Qué planteamos?

Dado que el escenario económico es incierto, no creemos que merezca la pena plantearse en qué niveles de mercado debemos incrementar el riesgo de las carteras. No es lo mismo que el S&P 500 cotice a 2100 puntos si los beneficios empresariales caen un 5% que si lo hacen un 20% y no recuperan el año que viene. Tampoco es igual estar a ese nivel con unos diferenciales de crédito (y por tanto altos niveles de coste de financiación) muy elevados que si vuelven a la normalidad.

Por tanto, lo que proponemos son condiciones, para nosotros necesarias, para incrementar los niveles de riesgo. No hace falta que se produzcan todas, una sola de ellas podría valer, pero están muy correlacionadas.

- **Una vuelta a cierta normalidad de los niveles de volatilidad.** La del S&P, medida con el índice VIX está en niveles que doblan los de la etapa de la Gran Depresión financiera de 2008, lo que supone asumir movimientos diarios superiores al 5%, por lo que implica un nivel de riesgo muy elevado y difícil de calcular. No hace falta que vuelvan a los niveles de enero, una bajada a los niveles del periodo 2008-2009 con estas valoraciones de las bolsas podría ser un nivel para asumir más riesgo.
- **Estabilización de los mercados de renta fija.** Como no sabemos cuanto va a durar el movimiento de desapalancamiento, no sabemos a qué niveles se pueden ir los diferenciales de renta fija. Es perfectamente posible que sigan ampliándose hasta que terminen generando pérdidas sustanciales en el resto de los activos financieros. Por tanto, preferimos esperar a que se estabilicen antes de tomar decisiones.

*"60% de probabilidad de que esta crisis derive en una recesión de más de un año. En este supuesto estaríamos asumiendo que, o bien el daño generado a la economía es suficientemente grande como para evitar una recuperación rápida y/o que el impacto sobre los mercados es duradero"*

*"Una recuperación en "U" o en "V" probablemente ya estaría descontada en algunos mercados"*

#### 4. Rentabilidad por sectores

EUROPA	Max 2020	YoY
BANCOS	-46,56%	-45,83%
SERV. FINANCIEROS	-32,32%	-15,79%
SEGUROS	-43,50%	-37,69%
TELECOMS	-27,09%	-25,32%
TECNOLOGÍA	-31,58%	-10,66%
MEDIA	-31,70%	-34,42%
ENERGÍA	-43,57%	-50,20%
UTILITIES	-29,34%	-7,32%
M. BÁSICOS	-38,54%	-41,68%
INDUSTRIALES	-36,77%	-24,75%
QUIMICA	-28,74%	-18,08%

Fuente: Bloomberg

#### 5. Rentabilidad por sectores

EUROPA	Max 2020	YoY
AUTOS	-40,34%	-42,04%
HEALTH CARE	-25,97%	-11,43%
CONSUMO-ALIMENT	-30,91%	-29,45%
STOXX 600	-32,34%	-23,83%
IBEX	-34,56%	-30,93%
S&P	-25,02%	-10,72%
NDQ	-22,37%	2,02%
EMERGENTES	-22,35%	-21,91%
SMALL CAPS EURO	-35,69%	-27,95%
VALUE EURO	-36,70%	-34,89%
GROWTH EURO	-27,93%	-13,25%

Fuente: Bloomberg

- También puede ocurrir que, en algún momento, los gobiernos y/o bancos centrales aprueben una medida que transmita tranquilidad a los mercados.

Por último, queremos reflexionar sobre a quién le recomendaríamos, en ese momento, asumir más riesgo.

Creemos que esta caída de los mercados es “especial”, con ello, queremos decir que los mercados de crédito están corrigiendo casi tanto como las bolsas, por lo que el impacto de la caída es muy elevado en términos históricos para un cliente conservador. Además, el ojo del huracán está en la renta fija que, como hemos dicho, podría seguir corrigiendo y generando mayores pérdidas a nuestros clientes.

En principio mantendremos la prudencia en las carteras de clientes de riesgo bajo, sin embargo, en los de perfil medio o agresivo, acostumbrados a volatilidades más elevadas y con menor impacto de la renta fija sobre sus pérdidas en términos históricos, sí creemos que merecerá la pena asumir más riesgo cuando se calme la tempestad de los mercados. Aunque por ahora ha sido un acierto ser prudentes, no estamos lejos de niveles en los que sobreponderaremos el peso en bolsa, para lo que será importante acertar con los momentos de entrada.

*“Dado que el escenario económico es incierto, no creemos que merezca la pena plantearse en qué niveles de mercado debemos incrementar el riesgo de las carteras. Lo que proponemos son condiciones, para nosotros necesarias, para incrementar los niveles de riesgo”*

*“En principio no incrementaremos el nivel de riesgo a los clientes de perfil de riesgo bajo hasta que las cosas estén bastante más claras, asumiendo el riesgo de perdernos parte del rebote”*

*“En los clientes de perfil medio o agresivo, acostumbrados a volatilidades más elevadas y con menor impacto de la renta fija sobre sus pérdidas en términos históricos, sí creemos que merecerá la pena asumir más riesgo cuando se calme la tempestad”*

6. El apetito por el riesgo se ha desplomado



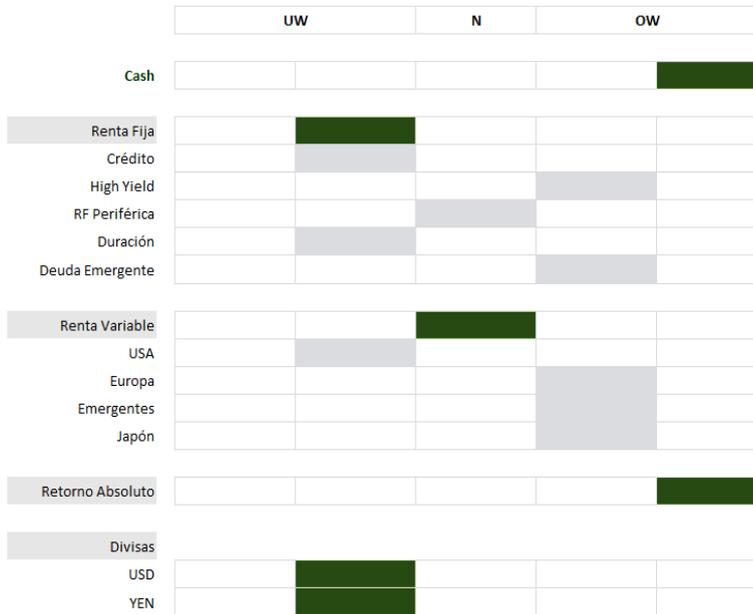
Fuente: Bloomberg

7. Pero otros indicadores no indican, aun, capitulación



Fuente: Bloomberg

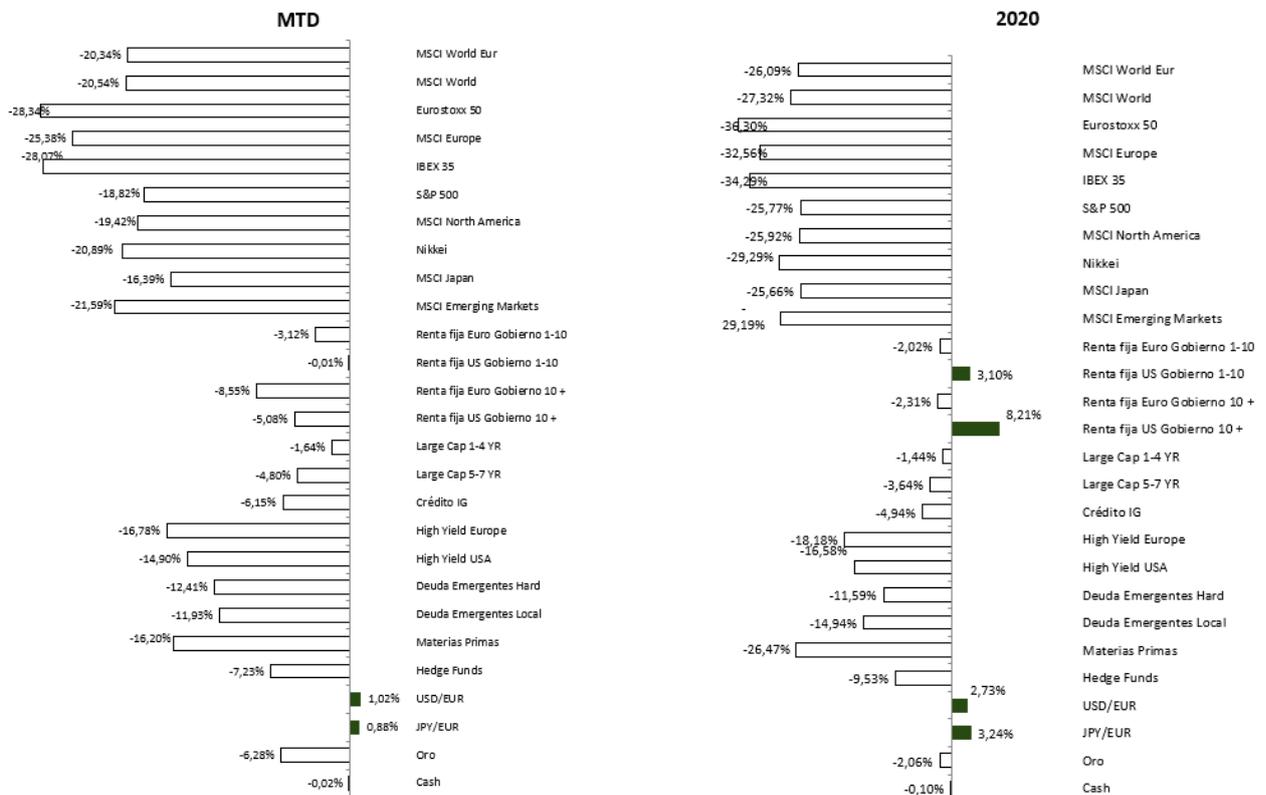
## Ponderación de las carteras respecto a los índices



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

Fuente: Alantra Wealth Management

## Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 18/03/2020)

Índice Hedge Funds: HFRX Global Hedge

Índice de 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)

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