

# Market Clip

23 de Abril de 2020  
Ignacio Dolz de Espejo

## Resumen del estratégico trimestral

Después de nuestro estratégico trimestral y tras haber subido el peso durante las caídas, bajamos ahora el peso en bolsa sustancialmente y subimos la ponderación en crédito. A continuación explicamos en detalle el contexto económico (páginas 1, 2 y 3) y los motivos de las decisiones (páginas 4 y 5).

### Contexto macro y de mercados

El primer trimestre de 2020 ha estado claramente marcado por la crisis del Covid 19. La expansión global de esta pandemia ha forzado a tomar medidas de confinamiento de la población en la mayoría de los países afectados, paralizando la actividad económica y generando un fuerte repunte del desempleo. Aunque todavía es pronto para hacer un balance final del impacto económico de esta crisis, los indicadores adelantados apuntan a una recesión comparable a la que siguió a la Crisis Financiera de 2008. Además del aumento del paro y sus efectos en el consumo, **la paralización de la actividad económica está generando graves problemas financieros para muchas empresas que, sin poder facturar, no generan la liquidez que necesitan para hacer frente a sus compromisos más inmediatos. Esto es particularmente preocupante para las pequeñas y medianas empresas, que no disponen de los recursos financieros para resistir una interrupción de su actividad durante mucho tiempo. Empresas que hace un par de meses eran rentables y solventes hoy luchan por sobrevivir.**

**Los mercados han reaccionado a este cambio de expectativas económicas con correcciones históricas en todos los activos de riesgo.** Desde los máximos del día 19 de febrero hasta los mínimos alcanzados solo un mes después, el 23 de marzo, las bolsas mundiales (MSCI World) cayeron un 34%, casi sin distinción entre áreas geográficas o sectores económicos. Aunque esta caída es menos profunda que las sufridas tras la Burbuja Tecnológica de 2000 o la Crisis Financiera de 2008 (cuando las pérdidas alcanzaron el 51% y 56%, respectivamente), habría que remontarse hasta octubre de 1987 para ver una caída tan abrupta.

*“La paralización de la actividad económica está generando graves problemas financieros para muchas empresas”*

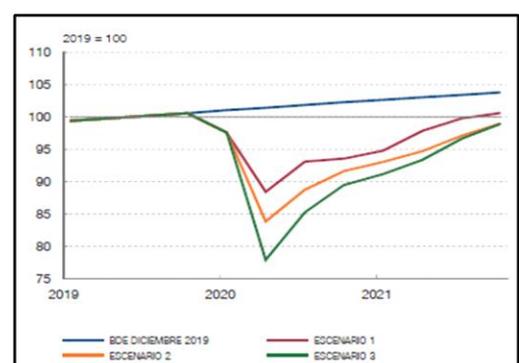
*“Los mercados han reaccionado a este cambio de expectativas económicas con correcciones históricas en todos los activos de riesgo”*

#### 1. Expectativas de crecimiento global (FMI)

(real GDP, annual percent change)	2019	2020	2021
<b>World Output</b>	<b>2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.8</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.7</b>	<b>-6.1</b>	<b>4.5</b>
United States	2.3	-5.9	4.7
Euro Area	1.2	-7.5	4.7
Germany	0.6	-7.0	5.2
France	1.3	-7.2	4.5
Italy	0.3	-9.1	4.8
Spain	2.0	-8.0	4.3
Japan	0.7	-5.2	3.0
United Kingdom	1.4	-6.5	4.0
Canada	1.6	-6.2	4.2
Other Advanced Economies	1.7	-4.6	4.5
<b>Emerging Markets and Developing Economies</b>	<b>3.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>6.6</b>

Fuente: FMI

#### 2. Escenarios de crecimiento de España (BdeE)



Fuente: Banco de España

Por su parte, la renta fija privada también experimentó caídas inusualmente fuertes: mientras la deuda privada de alta calidad crediticia caía en torno al 5%, la deuda privada de menor calidad crediticia y la deuda de países emergentes experimentaban caídas de entorno al 20%, de media. Por último, cabe también mencionar la caída del crudo, que se desplomó un 56% en el periodo tras la desaparición, de manera casi instantánea, de un 25% de la demanda mundial.

**Estas fuertes correcciones, que han venido acompañadas de un fuerte repunte de la volatilidad y la correlación entre activos, tienen su explicación en un proceso de desapalancamiento forzoso por parte de los inversores en un contexto de escasa liquidez** en los mercados. Tras más de 10 años de políticas monetarias ultra expansivas que, poco a poco, han ido desplazando al ahorro hacia activos de mayor riesgo en busca de rentabilidad, esta crisis ha activado señales de venta simultáneas por parte de los inversores, forzando a la liquidación de posiciones en un mercado con pocos compradores. Las caídas iniciales generaron una espiral bajista que se vio magnificada por cuestiones técnicas, como mayores exigencias de colateral o reembolsos de clientes. Así, durante la segunda quincena del mes de marzo hemos vivido días en los que activos típicamente defensivos, como el oro, el dólar o los bonos del Tesoro americano, también sufrían fuertes pérdidas, seguramente motivadas por inversores que vendían sus activos más líquidos para atender reembolsos o reponer garantías.

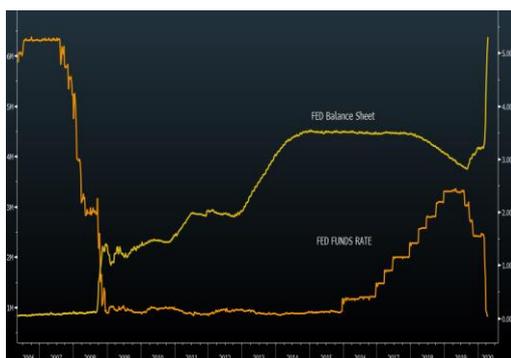
*“Estas fuertes correcciones tienen su explicación en un proceso de desapalancamiento forzoso por parte de los inversores en un contexto de escasa liquidez”*

Para tratar de calmar a los mercados y amortiguar el impacto de esta crisis en la economía, **desde mediados de marzo hemos visto una impresionante batería de medidas monetarias y fiscales por parte de los bancos centrales y gobiernos**. La FED ha anunciado una rebaja de tipos de interés de 150 puntos básicos, hasta el 0%, un nuevo programa de compra de bonos, cuyo volumen y alcance supera a los anunciadas tras la Crisis Financiera y que permite compras no solo de deuda pública y otros activos de alta calidad, sino también deuda privada e incluso ETFs de crédito. El BCE, además de bajar el coste del TLTRO y anunciar un nuevo LTRO que permitirá a los bancos financiarse a tipos muy atractivos para dar crédito, ha anunciado un nuevo programan de compras de bonos (QE) que también supera a los anteriores tanto en tamaño (120 mil millones al mes vs 80 mil millones en los programas anteriores) como en espectro (les permite comprar deuda griega y “saltarse” la cuota de capital, una medida encaminada a dar soporte a los bonos de la periferia). Por su parte, el Banco de Inglaterra ha anunciado, entre otras medidas, que financiará directamente al Tesoro Británico que, de este modo, no tendría que acudir a los mercados en busca de financiación.

*“Desde mediados de marzo hemos visto una impresionante batería de medidas monetarias y fiscales por parte de los bancos centrales y gobiernos”*

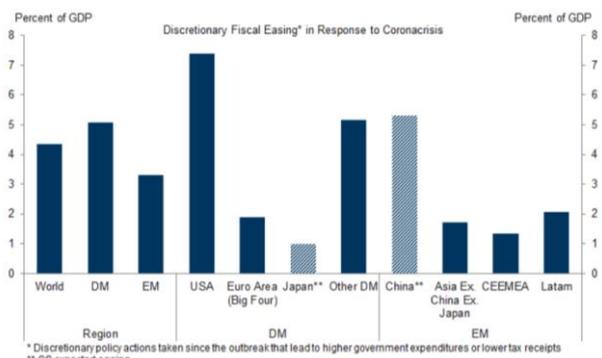
La mayoría de los gobiernos han anunciado importantes programas fiscales de ayuda a los desempleados y líneas de crédito con aval público para garantizar el acceso de las empresas afectadas por la crisis a la financiación. Cabe destacar, por su tamaño, el programa de 2,5 billones de dólares aprobado por el Congreso de los EE.UU. o el recién anunciado programa de 500 mil millones de euros acordado por el Eurogrupo.

3. Balance y tipos de la FED



Fuente: Bloomberg

4. Medidas de Política Fiscal por área geográfica



\* Discretionary policy actions taken since the outbreak that lead to higher government expenditures or lower tax receipts  
\*\* GS expected easing

Fuente: Goldman Sachs

Aunque todas estas medidas puedan generar otro tipo de problemas a medio plazo, por el momento han conseguido estabilizar los mercados, que han rebotado con fuerza durante los últimos días de marzo recuperando, al cierre del trimestre, aproximadamente un tercio de las pérdidas iniciales.

## Posicionamiento y actuaciones previas

**Llegamos a la corrección con carteras bastante conservadoras.** Desde mediados de 2019 veíamos un mercado que ofrecía muy poco potencial, sobre todo en la deuda corporativa, donde el exceso de complacencia por parte de los inversores y la escasa liquidez de los mercados podían llevar a correcciones significativas. Por ello, decidimos ir reduciendo el riesgo de manera paulatina, aumentando las coberturas y elevando la liquidez de nuestras carteras a la espera de mejores oportunidades de inversión. Esta buena posición de partida nos ha permitido afrontar esta crisis sin sobresaltos, pudiendo aprovechar las caídas para comprar activos de calidad a buenos precios. No obstante, y dada la situación de incertidumbre, seguimos siendo prudentes y mantenemos un alto porcentaje de liquidez, por si fuera necesaria.

**En renta variable, aprovechamos las caídas para subir peso desde la infraponderación hasta niveles por encima de la neutralidad en los perfiles más agresivos,** y en todos los casos hemos rotado las carteras hacia compañías de gran calidad que, ahora sí, cotizan a precios atractivos. Aunque a corto plazo sus negocios se vayan a ver afectados por la recesión que se avecina, creemos que su solidez financiera y sus ventajas competitivas les permitirán recuperarse sin problemas cuando la economía repunte.

**En renta fija, hemos utilizado el exceso de liquidez para invertir en deuda privada de alta calidad** que, sin haber sufrido tanto como la deuda subordinada o el “high yield”, ofrece una buena rentabilidad para su nivel de riesgo. Hemos realizado algunas compras de carácter oportunista en deuda subordinada e híbridos corporativos, particularmente en emisiones cuyas características técnicas ofrecen mayores niveles de protección.

## Visión de mercados y toma de decisiones

La situación económica es bastante complicada. Por un lado, **es previsible que la crisis del Covid 19 genere una fuerte recesión a nivel global que llevará aparejada una importante caída de los beneficios empresariales** y un aumento de los ratios de endeudamiento, tanto en empresas como en gobiernos. Por otro lado, la actuación de los bancos centrales y los gobiernos, con nuevos programas de estímulo monetario y fiscal sin precedentes, debería amortiguar buena parte del impacto de la crisis, tratando de mantener el empleo (la demanda) y el tejido productivo (la oferta).

*“Llegamos a la corrección con carteras bastante conservadoras”*

*“En renta variable, aprovechamos las caídas para subir peso desde la infraponderación hasta niveles por encima de la neutralidad en los perfiles más agresivos”*

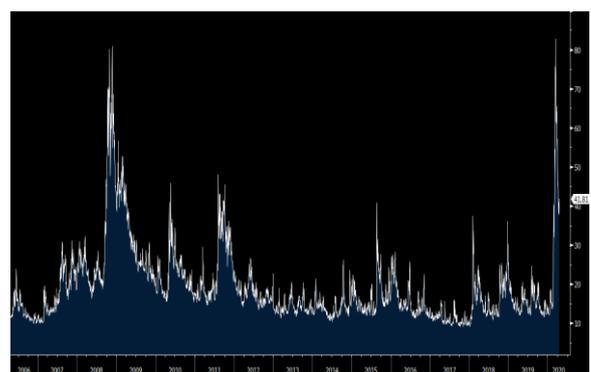
*“Es previsible que la crisis del Covid 19 genere una fuerte recesión a nivel global que llevará aparejada una importante caída de los beneficios empresariales”*

5. Prima de riesgo de la bolsa americana



Fuente: Bloomberg

6. Volatilidad



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, y aunque bien intencionados, estos estímulos pueden suponer nuevos retos a medio plazo. La intervención de los bancos centrales en los mercados distorsiona los mecanismos de fijación de precios y puede llevar a la acumulación de riesgos que, finalmente, acabe en nuevos episodios de crisis. Aunque las políticas de expansión fiscal puedan compensar la caída en la demanda privada en el corto plazo, a medio plazo pueden poner en peligro la sostenibilidad de la deuda pública en algunos países que parten niveles de endeudamiento excesivamente altos.

Las recientes caídas de los mercados han servido para elevar las primas de riesgo en la mayoría de los activos y, en consecuencia, para mejorar notablemente su potencial a medio plazo. La escasa liquidez de los mercados está haciendo que los inversores se refugien en los activos más líquidos. Este proceso está dando lugar a una ampliación de las primas de iliquidez, mejorando el potencial de rentabilidad para aquellos inversores que tengan la capacidad de invertir con un horizonte temporal de medio plazo.

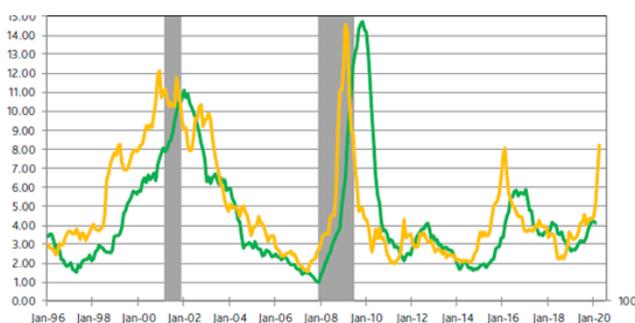
Así, **creemos que la renta fija privada, que antes de la caída nos parecía un activo con escaso potencial, ofrece ahora bastante atractivo.** Aunque a corto plazo pueda ser bastante volátil, los diferenciales actuales ya descuentan un escenario de fuerte desaceleración económica y de aumento de los impagos. Tomando como referencia la experiencia de otras crisis económicas similares, nuestros modelos indican que, con un horizonte temporal de medio plazo, la rentabilidad por cupones será más que suficiente para compensar las posibles pérdidas crediticias. Además, esta vez, el crédito cuenta con un fuerte apoyo de los bancos centrales (que están comprando bonos e incluso ETFs en el mercado) y de los gobiernos (que están extendiendo ayudas financieras a las empresas más afectadas por la crisis). **También vemos valor en el crédito financiero** y, aunque creemos que los AT1s descuentan un escenario excesivamente pesimista y tienen bastante potencial a medio plazo, nos parece que la deuda subordinada LT2 ofrece un mejor balance entre rentabilidad y riesgo. **Somos menos positivos en la deuda pública de la periferia.** A pesar de la ampliación de las primas de riesgo, nos parece que la deuda periférica está cara en relación a la deuda corporativa. Nos preocupa el creciente endeudamiento público de Italia, que podría acercarse al 150% del PIB tras la crisis. Con ese nivel de endeudamiento, cualquier aumento sostenido de la prima de riesgo italiana podría volver a poner en duda la sostenibilidad de su deuda a medio plazo. También **hemos decidido reducir la exposición a inflación.** Seguimos pensando que, a medio plazo, la expansión monetaria y fiscal debería generar un aumento de la inflación. Sin embargo, en los próximos meses la inflación va a seguir siendo muy baja. Por un lado, porque el aumento del desempleo debería reducir la presión salarial, y por otro, porque la caída de los precios de la energía tiene un efecto deflacionario que perdurará mientras no se consiga una situación de equilibrio en el mercado del crudo. Además, la pérdida de correlación entre la inflación y los tipos de interés nominales reduce el valor de los swaps de inflación como herramienta de cobertura para el riesgo de duración. No obstante, subiremos el peso en oro como activo refugio y amparados en que los tipos de interés reales seguirán deprimidos durante mucho tiempo.

*“Creemos que la renta fija privada, que antes de la caída nos parecía un activo con escaso potencial, ofrece ahora bastante atractivo”*

*“También vemos valor en el crédito financiero”*

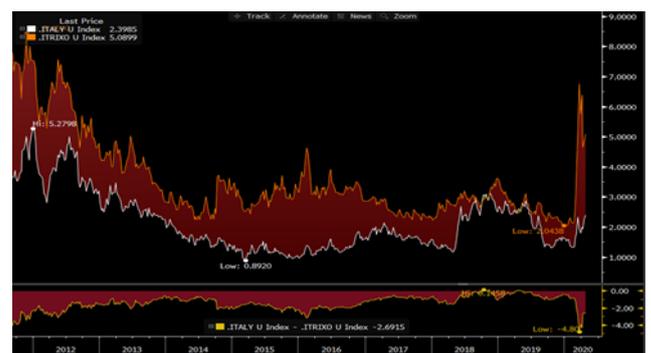
*“Somos menos positivos en la deuda pública de la periferia”*

7. Expectativas de default US HY



Fuente: Bloomberg

8. Diferencial de la deuda italiana vs el HY europeo



Fuente: Bloomberg

**En renta variable somos más cautos y bajamos el peso a infraponderación con más peso en EE.UU. que en Europa.** Aunque el posicionamiento inversor ha mejorado notablemente, **creemos que, tras el reciente rebote, las bolsas están descontando un escenario de recuperación que deja poco margen para el error.** Nuestros modelos apuntan a que las caídas de beneficios podrían rondar el 20% y 30% en EE.UU. y Europa respectivamente. De ser así, en los próximos meses vamos a vivir un aluvión de “profit warnings” y revisiones a la baja en las expectativas de beneficios por parte de empresas y analistas. Este contexto de fuertes caídas en los beneficios, mayores costes de financiación y menores recompras de acciones es poco propicio para la renta variable que, por otro lado, se verá beneficiada por el apoyo de los bancos centrales al mercado de crédito.

*“En renta variable somos más cautos y bajamos el peso a infraponderación con más peso en EE.UU. que en Europa. Creemos que, tras el reciente rebote, las bolsas están descontando un escenario de recuperación que deja poco margen para el error”*

Dentro de la renta variable,  **vemos una oportunidad bastante clara en los futuros de dividendos del Eurostoxx.** A los precios actuales están descontando un recorte permanente cercano al 40% respecto a la situación de partida. Aunque en los cortos plazos este recorte va a ser una realidad (los bancos y aseguradoras ya han anunciado fuertes recortes), a medio plazo, a medida que la economía y los beneficios se recuperen, los dividendos deberían subir. En todo caso, el punto de partida es tan bajo que el riesgo es bastante limitado.

**Tanto en renta variable como en crédito estamos aprovechando las caídas para invertir en empresas de alta calidad y con buena situación patrimonial que se han visto particularmente castigadas por estar enmarcadas en sectores muy expuestos al ciclo.**

Seguimos creyendo que, **a medio plazo, el dólar debería depreciarse contra el euro.** Como ya ocurrió tras la crisis del 2008, la FED está siendo mucho más agresiva que el BCE en sus decisiones de política monetaria. El menor diferencial de tipos entre ambas áreas económicas debería favorecer la recuperación del euro a medida que la percepción de riesgo disminuye. A corto plazo, sin embargo, la aparente escasez de dólares en los mercados monetarios va a seguir soportando al dólar.

*“Tanto en renta variable como en crédito estamos aprovechando las caídas para invertir en empresas de alta calidad y con buena situación patrimonial que se han visto particularmente castigadas por estar enmarcadas en sectores muy expuestos al ciclo”*

Esta mayor agresividad de la FED también debería ser favorable para el oro o los Tips que, como activos reales que son, suelen comportarse bien en momentos de fuerte expansión monetaria.

También debería favorecer a los países emergentes, que dependen mucho de la financiación externa en dólares y se han visto particularmente afectados por esta crisis. Por un lado, porque en muchos casos carecen de los recursos económicos suficientes para hacer frente a la pandemia de Covid 19 sin la ayuda del exterior; por otro, porque muchos de ellos son exportadores de recursos naturales, cuyos precios han caído con fuerza debido al parón económico global. Lo cierto es que la deuda emergente se ha quedado muy rezagada respecto al resto de activos y podría ofrecer una buena oportunidad de inversión.

9. Evolución de BPAs de consenso y depurados



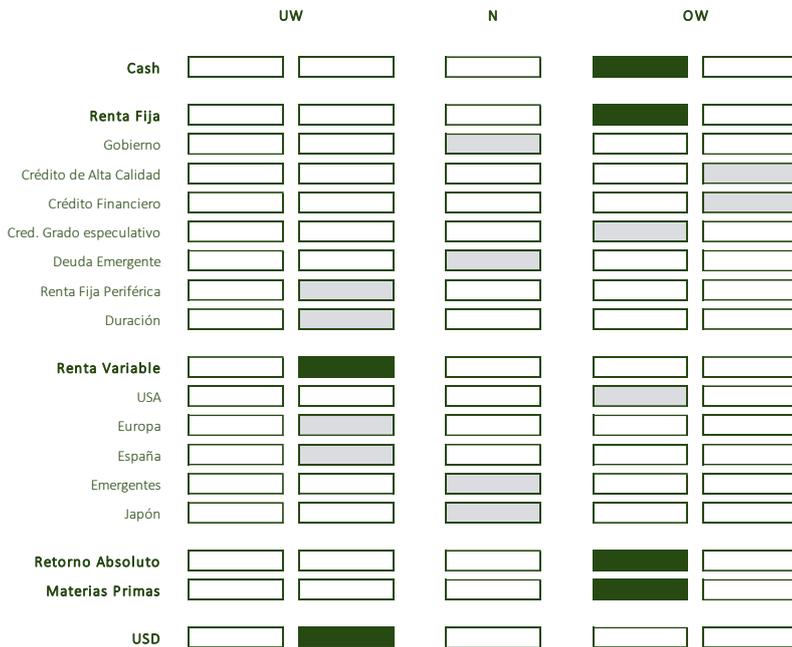
Fuente: Elaboración Propia

10. Valoración S&P 500: forward P/E



Fuente: Societé General

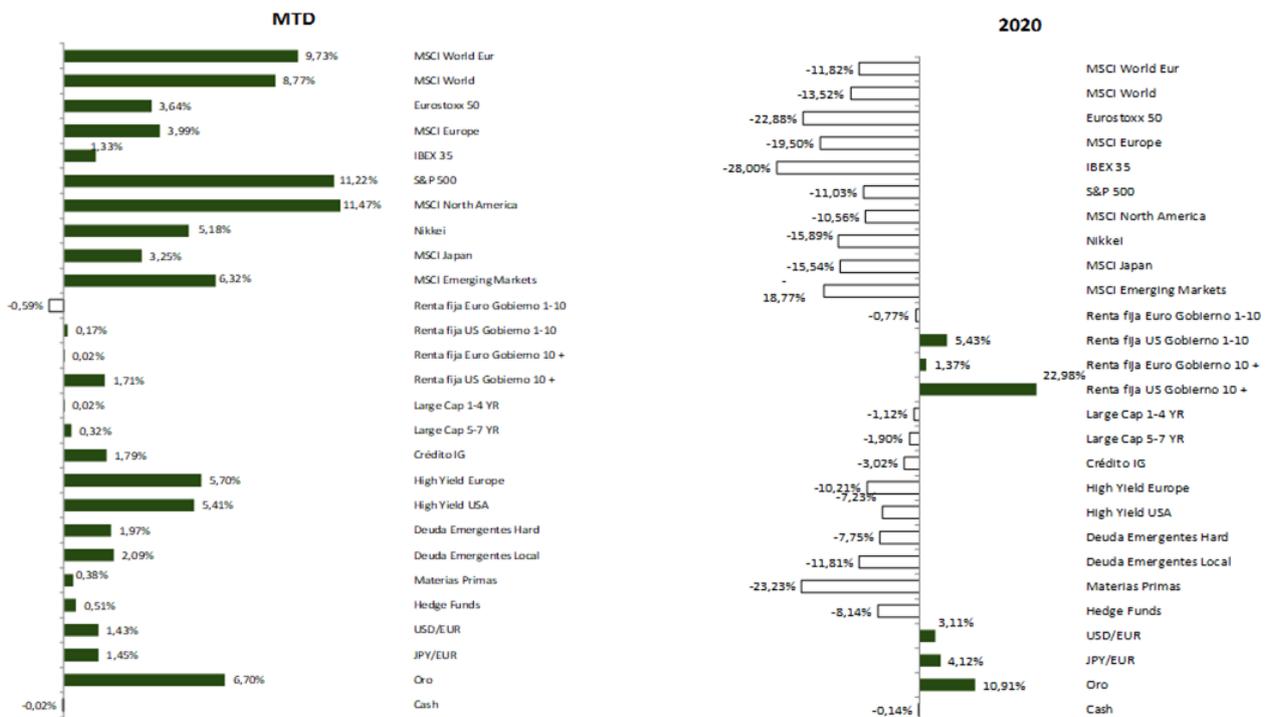
## Ponderación de las carteras respecto a los índices



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 17/04/2020)

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 [lopdwm@alantra.com](mailto:lopdwm@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 [lopdwm@alantra.com](mailto:lopdwm@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