

Market Clip

09 de Julio de 2020
Ignacio Dolz de Espejo

Resumen del Estratégico 3Q2020

Evolución de los mercados

Tras las abruptas caídas de los mercados durante el primer trimestre del año, como consecuencia de la extensión por el mundo del Covid-19 y las consecuentes medidas de confinamiento, el segundo trimestre de 2020 ha terminado siendo uno de los mejores periodos de la historia para la inversión en activos de riesgo.

En términos generales, los mercados han recuperado más de dos terceras partes de las pérdidas acumuladas desde principios de año. Las bolsas mundiales, lideradas nuevamente por la americana, han subido de media un 18%, recuperando el 70% de las caídas; la renta fija privada, uno de los activos más castigados en el trimestre anterior, ha experimentado una recuperación equivalente; las materias primas también han subido con fuerza, destacando la fuerte subida del petróleo, que ha repuntado más de un 90% desde el cierre de marzo, volviendo a la zona de 40 dólares.

En contra de lo que cabría esperar, este movimiento alcista de los mercados no ha afectado de manera significativa a los activos refugio que, en general, se han comportado de manera positiva, soportados por las medidas de apoyo de los bancos centrales en un contexto de muy baja inflación.

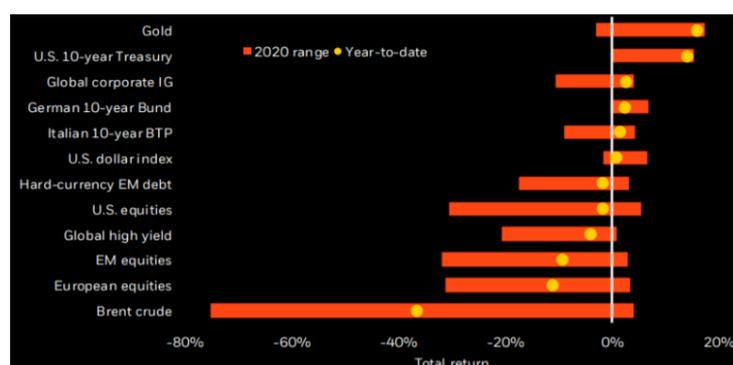
Dos son los **motivos principales que explican este fuerte rebote.** El principal, **la impresionante batería de medidas de política monetaria y fiscal anunciadas por los bancos centrales y gobiernos desde mediados de marzo.** El otro, **un posicionamiento inversor excesivamente defensivo** tras las fuertes caídas de marzo, que generaron ventas forzosas por parte de muchos inversores cuyos modelos de control de riesgo se vieron desbordados por la velocidad del movimiento.

Estos dos factores también sirven para explicar la aparente complacencia de los mercados durante el reciente repunte de contagios en los EE.UU.

“En términos generales, los mercados han recuperado más de dos terceras partes de las pérdidas acumuladas desde principios de año”

“Las medidas tomadas, el posicionamiento de los inversores y los bajos tipos de interés explican el movimiento”

1. Banda de fluctuación por activos en 2020 y situación actual



Fuente: Balcrock

Contexto macro y política económica

Aunque los indicadores adelantados más recientes apuntan a una fuerte recuperación de la actividad tras el fin del confinamiento, **todos los estudios confirman que 2020 va a ser el primer año en varias décadas de recesión económica a nivel global**. Según el último informe del FMI (World Economic Outlook, junio de 2020), este año la economía global se contraerá un 4,9%, 1,9 puntos más de lo pronosticado a finales de abril. Además, aunque prevén una importante recuperación en 2021 (+5,4%), el PIB global todavía terminará ese año 6 puntos por debajo de lo previsto hace solo unos meses.

Nuestro alto nivel de contagios, mayor dependencia del turismo y limitada capacidad fiscal, hacen que la economía española vaya a ser particularmente impactada por esta crisis. El FMI pronostica una caída del 12,8% en nuestro PIB en 2020, seguida de una recuperación del 6,3% en 2021, lo que implica una pérdida de más de 7 puntos durante el periodo.

A diferencia de lo que ocurrió tras la Gran Crisis Financiera, esta vez, **la actuación de los bancos centrales y los gobiernos ha sido rápida y decidida**, particularmente en las economías desarrolladas. Los bancos centrales se han centrado en medidas orientadas a relajar las condiciones financieras y dar soporte a los mercados inyectando enormes cantidades de liquidez. Además de bajar los tipos de interés hasta niveles mínimos históricos, crear nuevos programas de financiación bancaria (TLTRO) y aumentar el tamaño de sus intervenciones en los mercados de bonos (QE, PEPP), tanto la FED como el BCE han ampliado la tipología de activos aptos, incluyendo ahora deuda privada y pública de baja calidad crediticia.

Por su parte, los gobiernos han anunciado innumerables programas fiscales orientados a sostener la capacidad económica tanto de las familias como de las empresas. En el primero de los casos, principalmente mediante subsidios dirigidos a paliar la pérdida de ingresos; en el segundo, mediante programas de avales orientados a garantizar su acceso a la financiación. En total, el FMI ha contabilizado programas de ayuda por importe de 11 billones de dólares a nivel global, una cifra que equivale al 14% del PIB mundial.

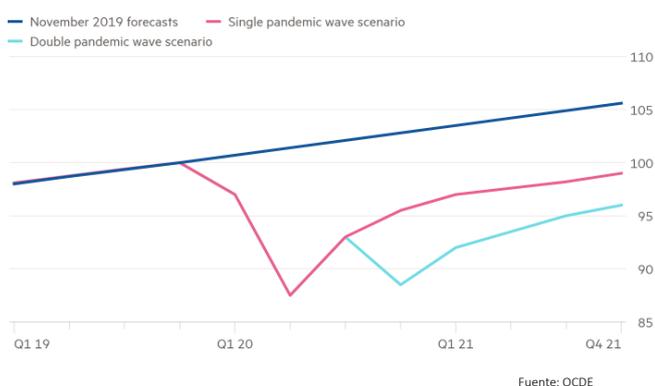
Uno de los programas más relevantes para España es la propuesta francoalemana de un Fondo de Reconstrucción Europea destinado a apoyar a las economías más afectadas por la crisis. Este programa, que todavía está siendo objeto de negociación y podría aportar a España ayudas por el equivalente al 14% de nuestro PIB, sería quizás la primera piedra de una futura integración fiscal en la UE.

La contrapartida de todas estas medidas va a ser, ineludiblemente, un mayor nivel de endeudamiento tanto público como privado. En el caso particular de España, las previsiones más recientes apuntan a un déficit público del entorno del 12% en 2020 y un nivel de endeudamiento público superior al 120% del PIB.

“Nuestro alto nivel de contagios, mayor dependencia del turismo y limitada capacidad fiscal, hacen que la economía española vaya a ser particularmente impactada por esta crisis”

“Por su parte, los gobiernos han anunciado innumerables programas fiscales orientados a sostener la capacidad económica”

2. Previsiones PIB Global OCDE, base PIB 2019



3. Previsiones PIB FMI pre Covid y junio 2020

	Estimación enero Pre-Covid		Estimación junio Pre-Covid	
	2020e	2020e	2021e	2021e
PIB mundial	3,3	-4,9	3,4	5,4
Economías desarrolladas	1,6	-8	1,6	4,8
Estados Unidos	2	-8	1,7	4,5
Zona Euro	1,3	-10,2	1,4	6
Reino Unido	1,4	-10,2	1,5	6,3
Suiza	1,9	-4,8	2,4	4,2
Japón	0,7	-5,8	0,5	2,4
Economías emergentes	4,4	-3	4,6	5,9
China	6	1	5,8	8,2
India	5,8	-4,5	6,5	6
Rusia	1,9	-6,6	2	4,1
Brasil	2,2	-9,1	2,3	3,6

Actuaciones realizadas

La profundidad de las caídas durante el mes de marzo y la contundencia de las medidas anunciadas en términos de política económica nos llevaron a apostar de manera decidida por la renta fija privada a finales del primer trimestre. Por un lado, las mayores rentabilidades ofrecían un margen de seguridad muy considerable con el que hacer frente al previsible aumento de los impagos como consecuencia de la crisis. Por otro, el apoyo de los bancos centrales y gobiernos para mantener la actividad económica y el acceso de las empresas al crédito reducían el riesgo de un colapso económico.

“El segundo trimestre hemos comprado mucho crédito”

De esta manera, durante el segundo trimestre del año hemos sido muy activos comprando deuda corporativa, aprovechando el gran número de emisiones de empresas que han estado dispuestas a pagar una prima de rentabilidad por asegurarse el acceso a la financiación.

En el crédito financiero, nuestras compras se han centrado en los tramos más senior e intermedios (LT2) por ser los menos expuestos a un posible deterioro de la situación macro.

Aunque, dada la situación de incertidumbre y el mayor atractivo relativo del crédito, nuestro grado de convicción en renta variable ha sido más bajo, hemos aprovechado las oportunidades que siempre da el mercado para comprar compañías de buena calidad y bajo apalancamiento financiero a buenos precios. Creemos que, una vez restaurada la actividad económica, estas compañías volverán a hacer valer sus modelos de negocio.

La alta volatilidad de los mercados nos ha llevado a adoptar un estilo de gestión más táctico, comprando en las caídas y reduciendo exposición en los rebotes.

Visión de los mercados

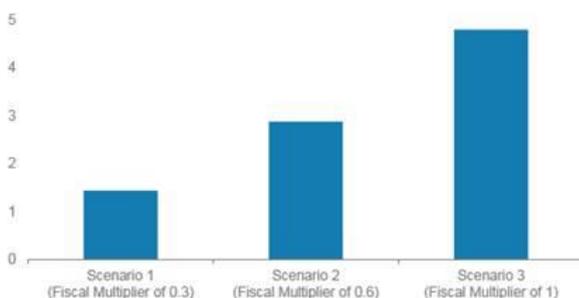
Los mercados financieros se debaten entre dos fuerzas contrapuestas: de un lado, el riesgo derivado de una economía global muy endeudada y debilitada por la crisis económica; de otro, los ingentes programas de estímulo económico que gobiernos y bancos centrales están poniendo en marcha para contrarrestarla.

“Los mercados financieros se debaten entre dos fuerzas contrapuestas: de un lado, el riesgo derivado de una economía global muy endeudada y debilitada por la crisis económica; de otro, los ingentes programas de estímulo económico”

Aunque creemos que los beneficios empresariales tardarán en recuperar los niveles anteriores a la crisis, parece que, en este contexto de bajos tipos de interés y compras de bonos por parte de los bancos centrales, los activos de riesgo van a seguir soportados por la falta de alternativas de inversión.

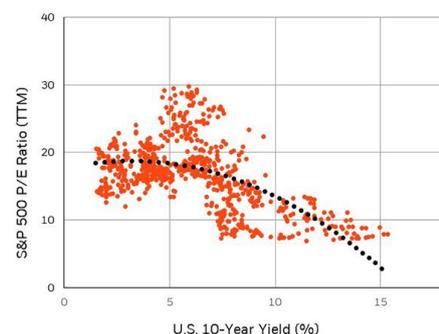
Creemos que los bancos centrales van a mantener las curvas de tipos en niveles históricamente bajos, generando un desplazamiento del ahorro hacia activos de riesgo en busca de mayor rentabilidad.

4. Impacto del Fondo de Reactivación en el PIB en función de cuanto se dedica a inversión pública



Fuente: Morgan Stanley

5. Un entorno de bajos tipos de interés justifica valoraciones elevadas (1960-2019)



Fuente: Bloomberg

Podríamos ver cierta positivización de las curvas a medida que las economías se vayan recuperando, sobre todo en EE.UU., pero el movimiento sería muy contenido, por lo que este sigue siendo un mercado propicio para el “carry”.

Aunque a largo plazo la inflación pueda ser la única salida para el problema de alto endeudamiento que vivimos, la caída en la actividad económica y en los precios de la energía nos llevan descartar un repunte de la inflación en el corto plazo. No obstante, dadas las bajas expectativas que maneja el mercado y el potencial impacto de un posible repunte en la inflación, creemos que tiene sentido invertir en coberturas ahora que son muy baratas.

A pesar de que los diferenciales de crédito han estrechado mucho desde los máximos, pensamos que todavía queda potencial en el crédito corporativo, aunque hay que ser más selectivos. Seguimos evitando compañías muy apalancadas o con modelos de negocio poco claros.

“A pesar de que los diferenciales de crédito han estrechado mucho desde los máximos, pensamos que todavía queda potencial en el crédito corporativo, aunque hay que ser más selectivos”

Estamos aprovechando el fuerte rally en el crédito subordinado bancario para tomar algo de beneficios. Aunque no sea nuestro escenario central, los bancos son el sector más expuesto a un nuevo repunte de la crisis, por ello, iremos reduciendo el riesgo de manera paulatina.

En renta variable mantenemos una visión cauta porque, tras las fuertes subidas, el mercado parece descontar una recuperación de beneficios que parece bastante difícil de alcanzar en este contexto macroeconómico. Es cierto que, en un entorno de tipos de interés tan bajos, el coste de capital de las compañías baja y esto favorece la expansión del múltiplo. Sin embargo, a diferencia de la deuda privada que cuenta con el apoyo explícito de gobiernos y bancos centrales, la renta variable está más expuesta al sentimiento inversor.

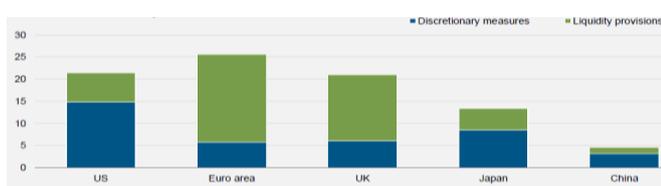
A pesar de ello, creemos que hay compañías y temáticas que pueden salir muy beneficiadas de esta crisis y en las que vemos buenas oportunidades de inversión.

Por un lado, **creemos que las compañías que se benefician de los cambios en los ámbitos de consumo pueden ser claros ganadores a largo plazo.** Este grupo incluye no solo a las grandes compañías tecnológicas sino también a compañías en sectores en transformación como el de distribución minorista.

“En renta variable mantenemos una visión cauta pero creemos que hay compañías y temáticas que pueden salir muy beneficiadas de esta crisis y en las que vemos buenas oportunidades de inversión”

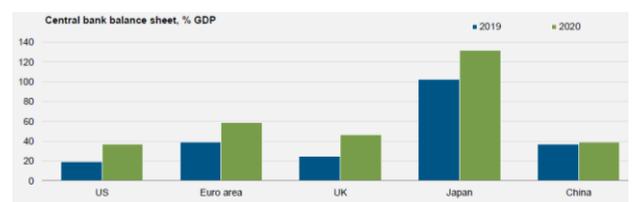
También estamos viendo **oportunidades en compañías que se puedan beneficiar de los importantes programas de inversión pública que se están anunciando estos días.** Por ejemplo, una parte importante del Fondo Europeo de Reconstrucción estará destinada al Proyecto Verde Europeo (Green Deal), que favorecerá la inversión en proyectos de transición hacia un modelo energético con menores emisiones de CO2. Esta dinámica va a favorecer, no solo al sector de las energías renovables, sino a otros relacionados con la electrificación o las energías alternativas como el hidrógeno.

6. Medidas fiscales 2020 en % del PIB



Fuente: PIMCO

7. Balance de los bancos centrales 2019-2020



Fuente: PIMCO

Finalmente, creemos que también hay oportunidades de inversión en compañías que han caído mucho por su exposición a la crisis del Covid-19 pero que tienen modelos de negocio sólidos, balances saneados y valoraciones atractivas.

Seguimos pensando que el ciclo alcista del dólar ya ha terminado. En primer lugar, porque con las últimas bajadas de tipos por parte de la FED su atractivo como activo de “carry” se ha visto muy reducido. En segundo lugar, porque el contexto político de los EE.UU., con la incertidumbre respecto al resultado de las próximas elecciones en noviembre y las recientes tensiones sociales, resta parte de su atractivo como activo refugio. Por último, porque el gobierno americano tiene incentivos para debilitar el dólar y ganar competitividad a nivel global.

Pensamos que un contexto de dólar más débil y tipos reales negativos en una situación de alta incertidumbre global y políticas monetarias ultraexpansivas sigue siendo benigno para el oro.

También es favorable para los mercados emergentes que, a pesar de su mayor vulnerabilidad en esta crisis, **deberían beneficiarse de la recuperación de la demanda en los países desarrollados y del precio del petróleo.** Creemos que la deuda corporativa emergente, que ofrece una prima de riesgo significativa versus la de los países desarrollados, es atractiva en términos relativos, sobre todo en aquellas empresas que cuentan con el apoyo implícito de sus respectivos países.

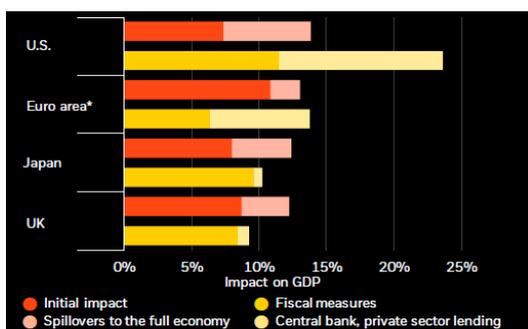
En los próximos meses tendremos que seguir atentos, entre otros factores, a la evolución de la pandemia, a las negociaciones sobre el Fondo de Reconstrucción Europea y a la evolución de la campaña electoral en EE.UU.

Por último, hay que volver a destacar que la situación de los mercados requiere una gestión más táctica que nos permita sacar partido de la alta volatilidad de los mercados.

“Seguimos pensando que el ciclo alcista del dólar ya ha terminado”

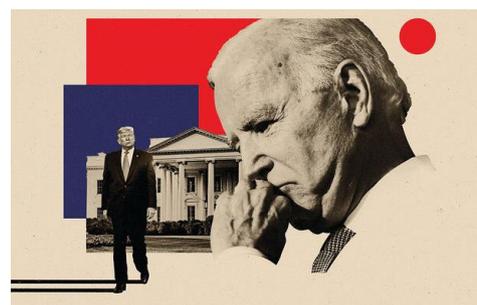
“Por último, hay que volver a destacar que la situación de los mercados requiere una gestión más táctica que nos permita sacar partido de la alta volatilidad de los mercados”

8. El impacto de las medidas puede compensar el efecto del Covid-19



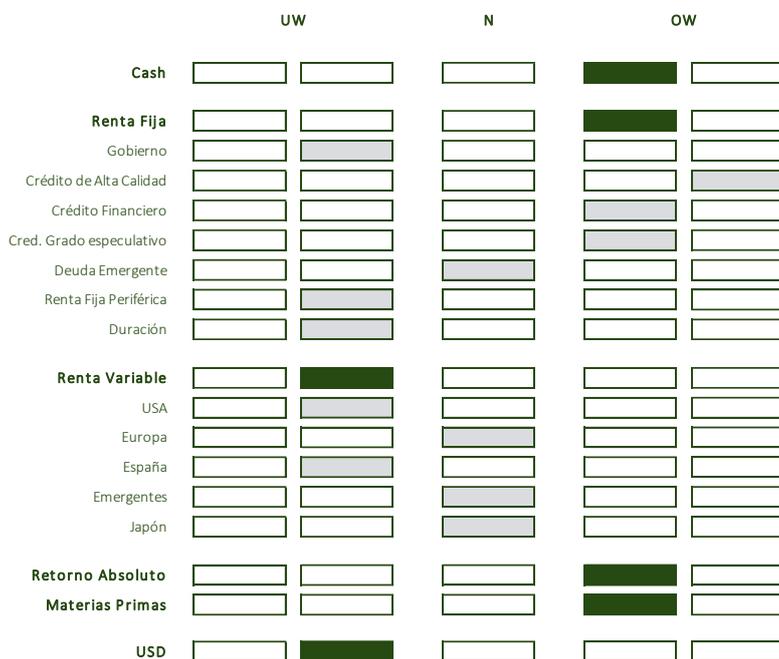
Fuente: Bloomberg

9. Las elecciones americanas y tipos más bajos podrían debilitar al dólar.



Fuente: FT

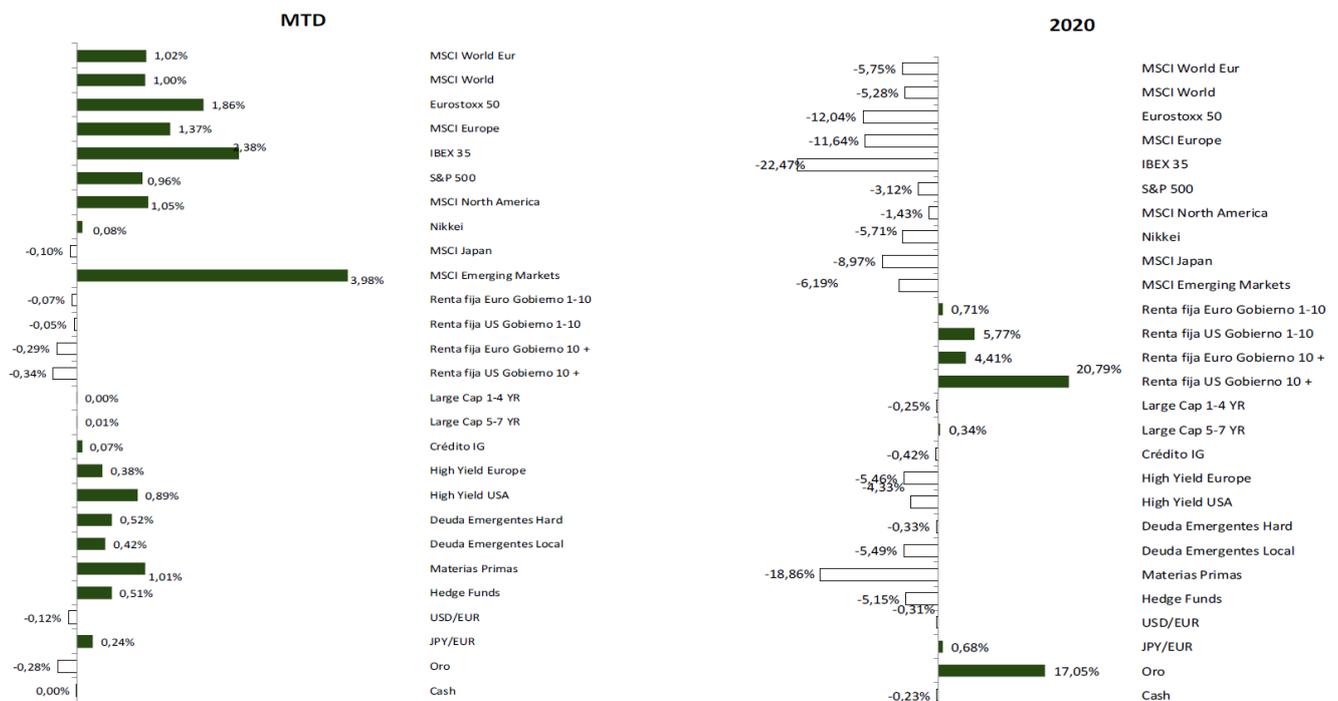
Ponderación de las carteras respecto a los índices



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 03/07/2020)

Índice Hedge Funds: HFRX Global Hedge

Índice de Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIIC, 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 notifíquenoslos 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 ■ Vitoria