

MERCADOS

3^{er} TRIMESTRE 2018





Calma con riesgos

Este pasado quince de septiembre “celebramos” el décimo aniversario de la quiebra de Lehman Brother en un clima de aparente tranquilidad en los mercados bursátiles.

A pesar de cerrar el trimestre con ganancias del +7,2% en Estados Unidos y prácticamente planos en Europa, la mayor parte de focos de preocupación que seguimos siguen intactos. Y probablemente deberemos acostumbrarnos a ellos en el futuro, ya sea a través de una mayor volatilidad en los mercados, o a través de correcciones cada cierto tiempo.

El primer punto de preocupación sigue siendo la guerra comercial iniciada por el presidente norte-americano Donald Trump.

En este punto las tensiones con China siguen en aumento, pero en el lado positivo de la balanza el pasado mes de agosto se alcanzó un acuerdo comercial con México y a finales de septiembre Canadá se sumó al acuerdo.

Así pues, Estados Unidos consiguió renegociar con éxito los acuerdos del Nafta y al mismo tiempo se evitar un

a guerra comercial entre países vecinos, trasladando el foco de atención de la guerra comercial a las relaciones con China.

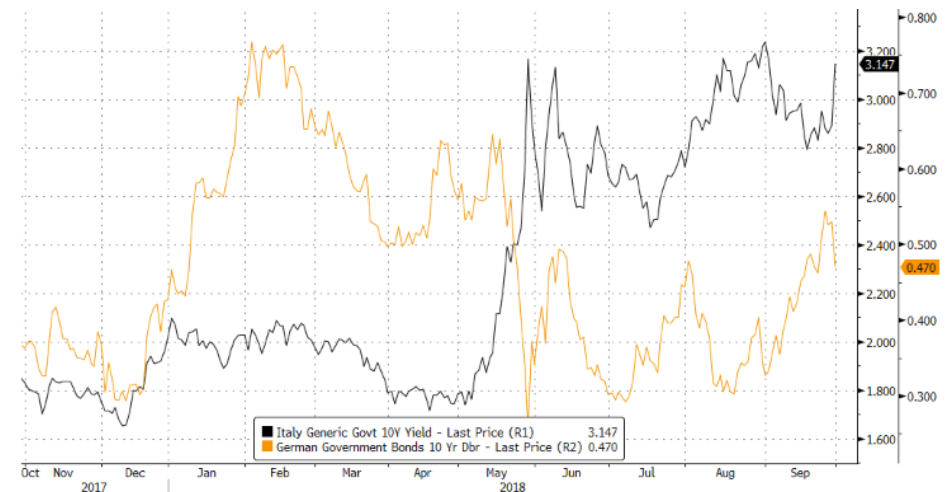
En este punto, nuestra perspectiva sigue siendo que se trata de una estrategia negociadora norte-americana para conseguir mejorar a su favor unas condiciones comerciales que, desde un punto de vista objetivo, realmente son injustas para las compañías norte-americanas. Y al mismo tiempo, también consideramos que es del interés de todos los participantes en este comercio el alcanzar un acuerdo, por lo que al igual que con Corea del Norte y el Nafta,

finalmente se alcanzará una solución amistosa y previsiblemente más equilibrada.

Nuestro segundo punto de preocupación sigue siendo Italia.

La presión sobre los *spreads* de la deuda italiana sigue aumentando al ritmo de los desafíos que plantea el gobierno de coalición italiano a la Comisión Europea.

Rentabilidad del bono a 10 años italiano y alemán



La propuesta de déficit italiano (2,4%), a pesar de situarse dentro de los criterios de estabilidad fijados en Maastrich, está por encima de las expectativas del mercado, que lo situaban por debajo del 2%. Este factor, unido a la debilidad del crecimiento económico italiano, hacen prever la continuidad de las tensiones actuales, materializados a través de incrementos



en la rentabilidad del bono italiano (3,2%) y al mismo tiempo en recortes en la rentabilidad del activo refugio europeo: el bono alemán a 10 años (0,5%).

En el lado positivo de la balanza, el contagio de las tensiones italianas hacia el resto de países periféricos es bajo, con España mateniendo niveles de rentabilidad en el 10 años por debajo del 1,5% y en el caso de Portugal por debajo del 1,9%. Grecia, por su lado, ha conseguido mejorar su rating de B a BB- (Fitch).

Nuestra perspectiva sobre este asunto sigue siendo que, una vez más, estamos ante estrategias negociadoras orientadas a trasladar la presión sobre los escenarios más catastróficos sobre el oponente, en este caso la Comisión Europea. El escenario optimista, al que asignamos la mayor probabilidad, implica un acuerdo para elevar el nivel de gasto público italiano siempre que se oriente a estimular su economía hacia el crecimiento.

Este escenario se sustenta en la creciente aceptación que las políticas de austeridad europeas han resultado ineficaces para salir de la crisis, frente a unas políticas fiscales expansivas en Estados Unidos que les permiten crecer a un ritmo del 3% prácticamente en pleno empleo.

El tercer punto de incertidumbre reside en los mercados emergentes.

En este punto mantenemos que debemos diferenciar entre los países con mayor exposición a la financiación exterior de los que mantienen unas cuentas más equilibradas.

En el primer grupo encontramos a los países que se han convertido en protagonistas de los mercados de deuda emergente, con Turquía y Argentina a la cabeza.

En el caso de Turquía, las tensiones políticas con Estados Unidos han deteriorado en una guerra comercial que se añade a la inflación galopante que impera en el país, y cuyo principal consecuencia ha sido una depreciación de la lira turca que alcanzaba el -45% en el año el pasado trece de agosto.

En el caso argentino, el peso alcanza una depreciación del -55% en lo que llevamos de año, a pesar del rescate por parte del Fondo Monetario Internacional.

A pesar de la penalización que han sufrido los mercados emergentes este verano, debemos ver en este caso también el lado positivo de la situación, y diferenciar lo que son problemas concretos en ciertos países de lo que podría ser una crisis en los países emergentes.

Así pues, el principal factor diferenciador debe ser, como decíamos, el nivel de solidez de las cuentas públicas de cada país. En el caso de Turquía y Argentina la situación ha venido dada por la alta dependencia de la financiación internacional en dólares de sus economías, que no han podido asumir la apreciación del valor de estas deudas ante el reciente fortalecimiento del dólar.

Sin embargo, entre estas dos economías apenas suman un 2,4% del PIB mundial, y si añadimos el siguiente país en cabeza del ranking de nivel de dependencia exterior (Sud-África) alcanzarían sólo el 3% del PIB mundial.

En el otro extremo de este ranking, los países emergentes menos vulnerables son Corea del Sur, Rusia, Brasil y China. Y en cambio, estos países suponen conjuntamente un 26% del PIB mundial.

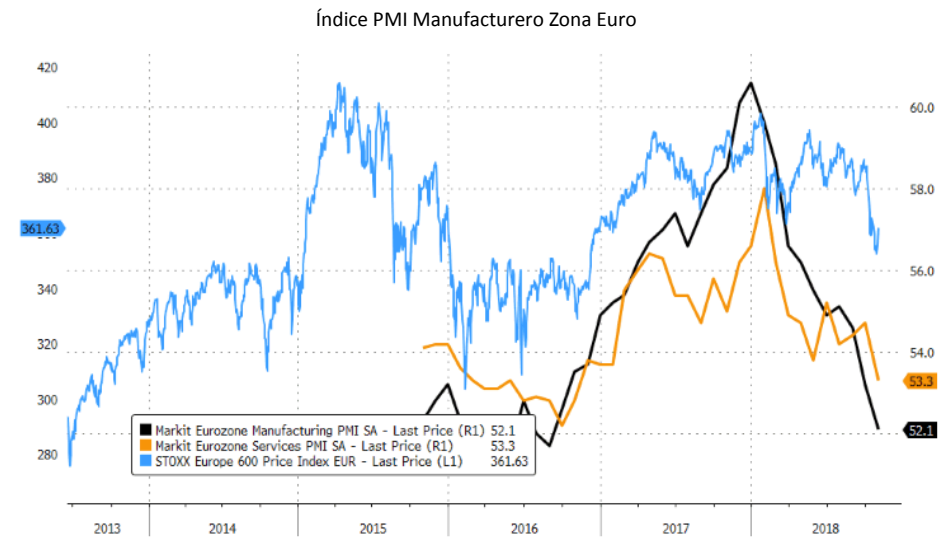


Así pues, a pesar de la corrección en los mercados, creemos que la buena gestión de la mayor parte de países emergentes convierte el problema en un asunto local, que no debería extenderse más allá de sus fronteras.

Nuestras preocupaciones respecto los mercados no acaban aquí. La economía china sigue preocupando, a pesar de su capacidad de estimular su economía. La inversión de la curva de tipos también es una amenaza, así como la inflación en Estados Unidos. Y la debilidad del crecimiento económico en Europa debe también preocuparnos, o al menos debemos tenerla en cuenta en nuestro asset allocation.

Pero en conjunto, nuestra visión agragada de la situación económica mundial nos permite mantenernos positivos, con expectativas de continuidad del crecimiento económico positivo durante los próximos dos o tres años, y por lo tanto con una intención de mantener una exposición media a los mercados, en línea con las valoraciones de las compañías.

Macro e Indicadores Avanzados



En el ámbito de indicadores de actividad avanzados, nos preocupa de manera creciente la decepcionante evolución que está ofreciendo el PMI manufacturero europeo, y que claramente justifica la mala evolución de los principales índices bursátiles europeos.

La última observación del índice de jefes de compras europeo se sitúa en 52,1, que sigue estando por encima de los niveles de 50 que indican crecimiento económico, pero muy lejos de los niveles de 58 que observábamos a principios de año.

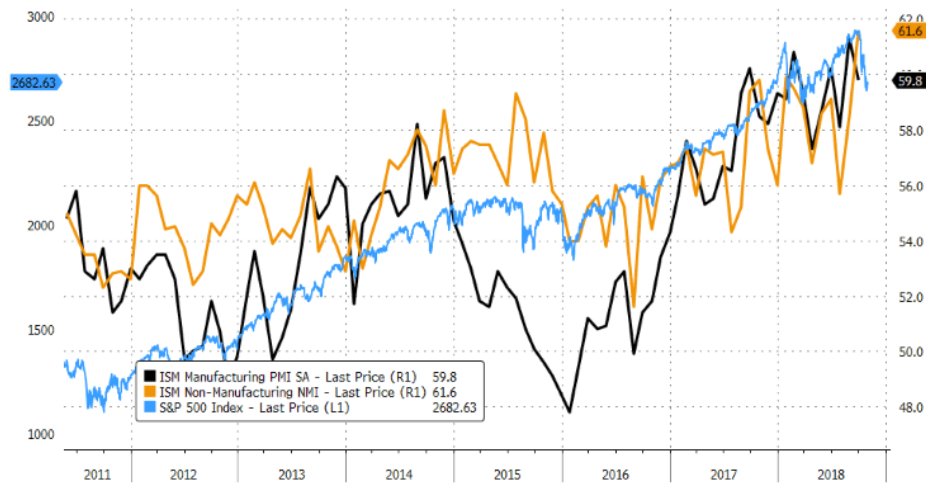


Este cambio a la baja no hace más que poner de manifiesto una falta de confianza en la solidez de la recuperación económica europea, que en parte se explica por el panorama político italiano y británico.

En efecto, el PMI manufacturero italiano se sitúa en 49,2, nivel que implica recesión, mientras que el británico se sitúa en un exiguo 51,1. Estos dos resultados para dos de las principales economías mundiales obviamente penalizan el dato europeo, y arrastra consigo al Eurostoxx 50 y STOXX 600, cuya correlación con los índices PMI manufactureros es muy elevada.

En Estados Unidos también se ha experimentado cierta corrección en los indicadores de crecimiento avanzado, pero se mantienen en un nivel de 57,7 en línea con una expectativa de crecimiento económico por encima del 3% para el próximo año, además de seguir soportando la evolución de su mercado bursátil.

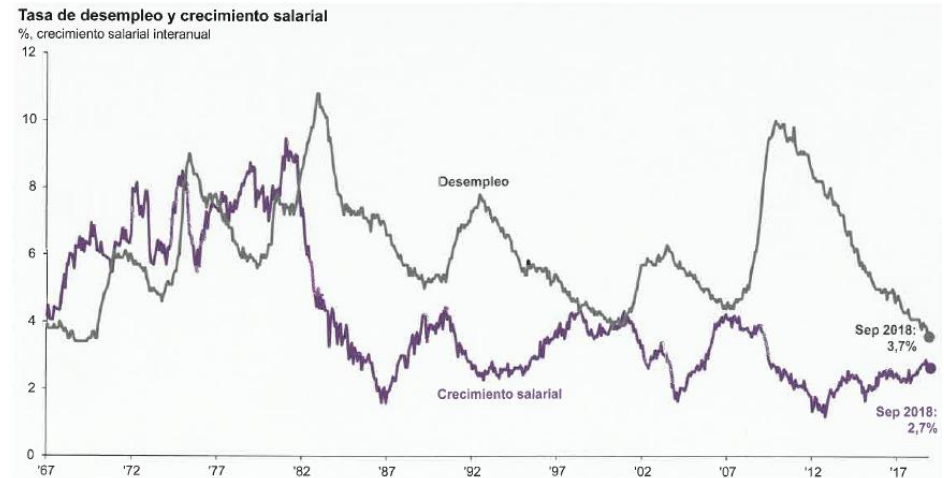
Índice ISM Manufacturero EE.UU.



El siguiente punto que nos preocupa desde un punto de vista macro-económico es el concerniente a la inflación, esta vez centrado principalmente en Estados Unidos.

El buen comportamiento del mercado laboral norte-americano, en situación de plena ocupación, junto con unas tasas de crecimiento económico que aumentan hasta el 3% para el tercer trimestre de 2018, contribuyen finalmente a que las tensiones por encontrar trabajadores repercutan en mayores salarios, que en su última observación crecían a un ritmo del +2,7% interanual.

Tasa de Desempleo y Crecimiento salarial EE.UU.

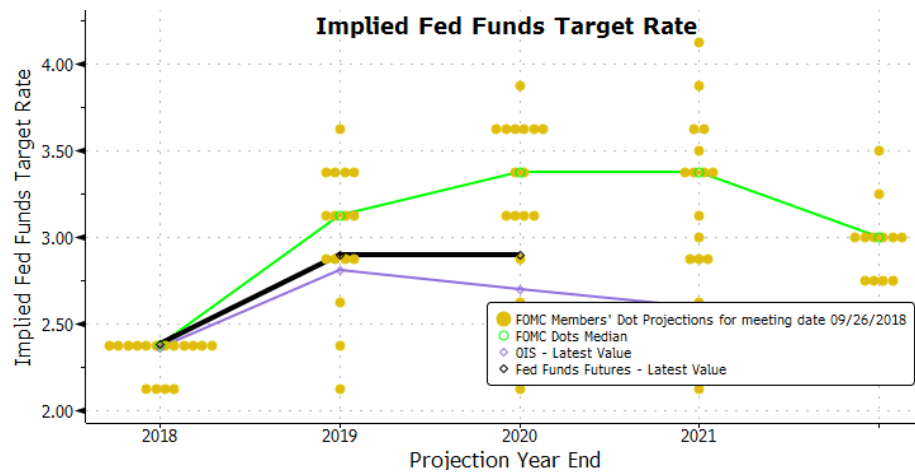


Frente a esta situación, la Reserva Federal sigue con su estrategia de incrementar su tipo de intervención, con un nuevo incremento de 25 puntos básicos el 26 de septiembre, dejando el tipo en el rango 2%-2,25%, y con previsiones de alcanzar niveles del 3% en 2019 y 3,5% en 2020. Para el



cuarto trimestre, se espera una nueva subida de 25 puntos básicos en diciembre.

DOTS: Curva implícita de tipos de intervención de la Fed



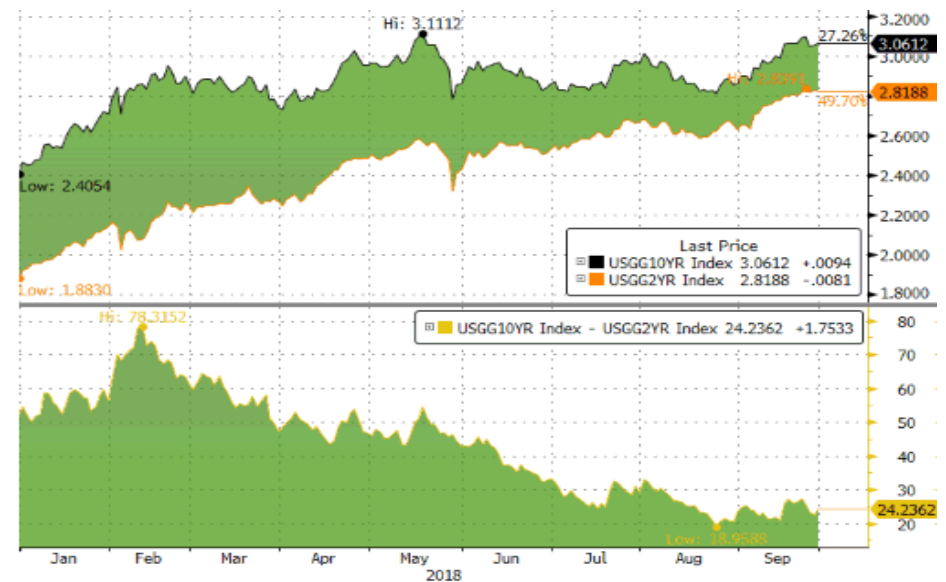
Este tipo de actuaciones por parte de la Fed revierte en un riesgo de inversión de curva de tipos de interés que ya hemos tratado en anteriores informes trimestrales. La preocupación en este aspecto parte de que en las cinco ocasiones en que se ha producido una inversión de la curva de tipos de interés se han generado recesiones en un plazo de 1-2 años.

Dejando de lado que si se llegara a producir una situación de este tipo, en promedio el pico de mercado se alcanza tras ganar la bolsa un +12% de promedio después de la inversión de la curva, creemos que esta situación puede llegar a no producirse.

En estos momentos el diferencial entre la rentabilidad del bono a 10 años y a 2 años se sitúa en 24 puntos básicos, habiendo alcanzado durante el mes de

agosto un mínimo de 18 puntos básicos. Nuestra perspectiva es que si se cumplen las previsiones de crecimiento que se están presentando, impulsadas por los programas de expansión fiscal del gobierno de Donald Trump, se debería generar presión en el lado largo de la curva que implique incrementos de rentabilidad en la deuda americana en los plazos más largos, que son los vinculados con el crecimiento económico. El riesgo de inversión de la curva nace de una situación inflacionaria con poco crecimiento económico, pero los indicadores avanzados parecen indicarnos que el crecimiento en sí es sólido y por lo tanto podemos evitar dicha inversión de la curva.

Diferencial de rentabilidad entre bono 2 años y bono 10 años (EE.UU.)



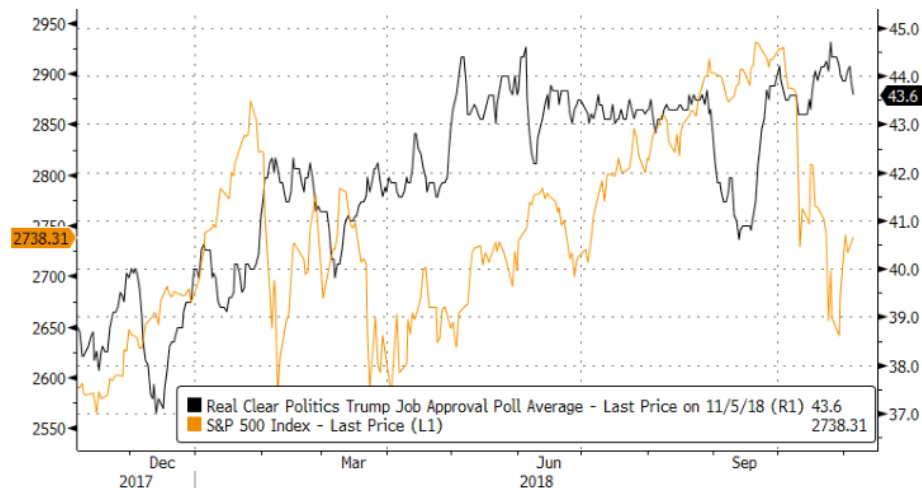


Otro punto relevante para el cuarto trimestre del año es la incertidumbre provocada por las elecciones en el *mid-term* norte-americano, donde Donald Trump podría perder la mayoría en el Congreso.

Estas elecciones pueden afectar a los mercados en el muy corto plazo, pero en el medio plazo creemos que pueden generar más titulares que movimientos concretos en los mercados.

La realidad nos muestra que, en realidad, los mercados tienen una correlación muy baja con la política, como se pone de manifiesto en la evolución del S&P 500 contra las encuestas sobre aprobación de las políticas de Donald Trump:

S&P 500 contra ratio de aprobación de Donald Trump



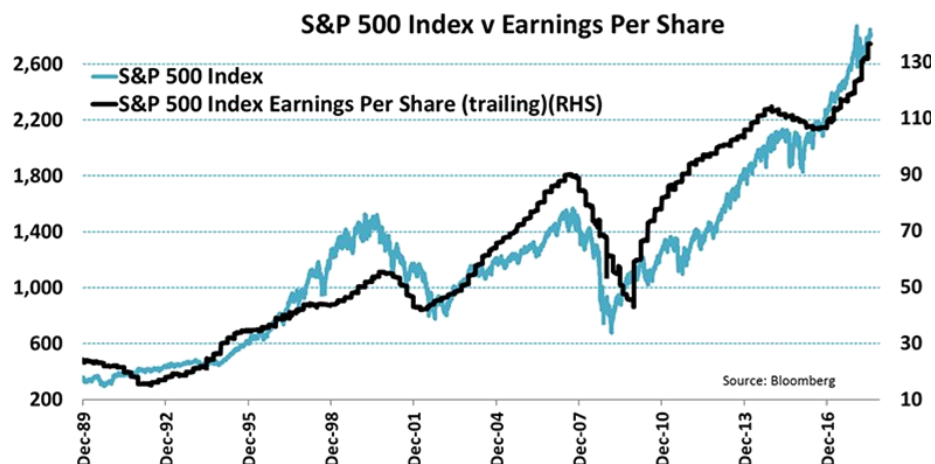
Mercados

2012	2013	2014	2015	2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18
REIT 19,7%	Small Cap 32,4%	REIT 28,0%	RV Growth 3,1%	Mat Primas 12,9%	RV Emerg 37,3%	RV Emerg 1,3%	REIT 8,5%	RV Growth 5,9%
RV Emerg 18,2%	RV Desarr 26,7%	RV Growth 6,1%	REIT 2,8%	Small Cap 12,7%	RV Growth 28,0%	Mat Primas 1,1%	RV Growth 3,6%	RV Desarr 5,0%
Small Cap 17,5%	RV Growth 26,7%	RV Desarr 4,9%	Small Cap -0,3%	RV Value 12,3%	Small Cap 22,7%	RF Aggr 1,0%	Small Cap 3,4%	RV Value 4,1%
RV Growth 16,1%	RV Value 26,6%	RV Value 3,7%	RV Desarr -0,9%	RV Emerg 11,2%	RV Desarr 22,4%	RV Growth 0,5%	RV Desarr 1,8%	Small Cap 2,0%
RV Desarr 15,8%	REIT 2,9%	Small Cap 1,9%	RF Aggr -2,7%	RV Desarr 7,5%	RV Value 17,1%	Small Cap -0,7%	Mat Primas 0,5%	REIT 0,5%
RV Value 15,5%	RF Aggr -2,6%	RF Aggr 1,7%	RV Value -4,8%	REIT 8,6%	REIT 8,7%	RV Desarr -1,3%	RV Value -0,2%	RF Aggr -0,8%
RF Aggr 4,1%	RV Emerg -2,6%	RV Emerg -2,2%	Mat Primas -14,4%	RV Growth 2,8%	RF Aggr 7,0%	RV Value -3,2%	RF Aggr -2,5%	RV Emerg -1,1%
Mat Primas 0,4%	Mat Primas -5,7%	Mat Primas -4,1%	RV Emerg -14,9%	RF Aggr 2,2%	Mat Primas 2,2%	REIT -6,7%	RV Emerg -7,8%	Mat Primas -5,5%

El tercer trimestre de 2018 muestra revalorizaciones importantes en renta variable a nivel de países desarrollados, mientras que los países emergentes han sufrido cierto nivel de penalización a consecuencia del efecto contagio de las dificultades experimentadas por Turquía y Argentina durante este verano.

Estos datos, sin embargo, son la consecuencia del buen comportamiento de la bolsa norte-americana (S&P 500: +7,2%) y japonesa (Nikkei 225: +5,6%), cuyo peso relativo en los mercados desarrollados oculta un comportamiento no muy alentador de la bolsa europea (Eurostoxx 50: -0,4%).

En Estados Unidos, el mes de septiembre ha servido para que el S&P 500 alcanzara nuevos máximos históricos, a niveles de 2.930,75, apoyados por la fortaleza de los resultados empresariales y un gran volumen de recompra de acciones.



En este movimiento sigue siendo clave el comportamiento de las compañías del sector tecnológico, con Apple convirtiéndose en la primera compañía cuya valoración supera el trillón de dólares. El sector en su conjunto conseguía revalorizarse un +8,5% en el trimestre, pero a la vez era superado por el sector sanitario, que se revalorizaba un +14%, y el industrial, que subía un +9,5%. Sólo los sectores de materiales, energía e inmobiliario cerraban con pérdidas, aunque sólo alcanzaran el -0,14%.

Las compañías con mejor comportamiento en el trimestre son justamente las de los sectores que más revalorización han acumulado, con AMD a la cabeza duplicando su valor en bolsa (+106%). La sorpresa la encontramos en las compañías con peor comportamiento, siendo tres compañías tecnológicas (Twitter: -35%, IPG Photonics: -29% y Western Digital: -24%) las que más han caído en bolsa estos tres meses.

En el caso japonés, se detecta un mucho mejor comportamiento en las compañías de gran capitalización japonesas, lo que podría esconder la actividad compradora del Banco del Japón, que instrumenta parte de su QE a través de la compra de ETF sobre el principal índice japonés, Nikkei 225.

De este modo, el Nikkei consiguió en el tercer trimestre anotarse unas ganancias del +5,6%, frente a sólo un +2,5% en el caso del índice de la bolsa de Tokyo (Topix) y una pérdidas del -1% para el índice de compañías de pequeño tamaño de la bolsa de Tokyo.

En el caso de la bolsa europea, el comportamiento ha ido en contra de la tendencia del resto de países desarrollados.

Por un lado, Europa se encuentra bajo la amenaza de dos eventos políticos de gran magnitud: la crisis de deuda italiana y el Brexit, que sigue mostrándose como una gran incógnita en cuanto a su concreción en hechos concretos. Pero al final, este tipo de incertidumbres son algo a lo que nos hemos ido acostumbrando con el tiempo, y lo que pesa en el mercado probablemente tenga mucho más que ver con la reciente debilidad que está mostrando la economía europea.

Por países, el DAX alemán ha corregido un -1% entre julio y septiembre, mientras el Footsie británico caía un -2,8%, el IBEX español un -3%, y la bolsa italiana un -4,8%. En el lado positivo la bolsa francesa se apreciaba un +2,6%, mientras la suiza lo hacía en un +7,3%. En su conjunto, el Eurostoxx 50 ha retrocedido un -0,4% y el Stoxx 600 ha ganado un +0,3%.

Respecto a los países emergentes, dejando de lado los movimientos en los mercados turco y argentino, preocupa la evolución de la bolsa china, con una corrección del -5,6% en el tercer trimestre y del -14,7% en lo que llevamos de año (índice CSI 300). Los niveles actuales se encuentran próximos a los niveles de principios de 2016, tras la explosión de la burbuja de la bolsa china.

Este movimiento es el reflejo de la reciente debilidad que está mostrando la economía china, y que esperamos que esté tocando suelo a medida que las autoridades de ese país vayan aplicando los estímulos económicos que tienen previstos: rebajas de impuestos a la adquisición de vehículos, recorte de los tipos de interés a corto plazo, y especialmente la depreciación del yuan, para compensar los aranceles norte-americanos a las compañías chinas.

Tipo de cambio CNY/USD



Por el lado de la renta fija, la subida del tipo de intervención de la Reserva Federal norte-americana hasta el rango 2-2,25% ha arrastrado al alza las rentabilidades de los bonos, comportando consecuentemente caídas de precios en toda la curva de tipos de interés, tanto norte-americana como alemana.

El *Treasury* (deuda pública de EE.UU a 10 años) ha pasado de una rentabilidad del 2,9% al 3,1%, mientras el bono a dos años pasaba del 2,5% al 2,8%.

En Alemania, el Bund se ha comportado de una manera parecida, pasando de una rentabilidad del 0,3% en junio a un 0,5% en septiembre, a pesar de una caída de rentabilidades a finales de mes por las tensiones relacionadas con Italia. En el dos años, sin embargo, es donde la situación es más insólita: las rentabilidades han subido también, pero del -0,7% al -0,5%.

El bono a diez años español ha pasado del 1,3% al 1,5%.

Respecto a la renta fija privada, la evolución de los *spreads* de crédito ha sido positiva a lo largo del tercer trimestre del año, tanto en Estados Unidos como en Europa, y tanto para la deuda *senior* como para el *high yield*.

En Europa, el índice Itraxx Senior 5 años estrechó de los 75 puntos básicos de finales de junio hasta los 69 de septiembre, a pesar del repunte en *spreads* de la última semana del mes, cuando pasó de un *spread* de 60 a los 69 puntos básicos finales. En *high yield*, el índice Xover mantuvo una tendencia similar, con un recorte de diferenciales de crédito desde los 327 puntos básicos hasta los 275 donde cerró el trimestre. Las dudas respecto a la renta fija privada se centran en los efectos que puede tener la finalización del programa de compras del BCE a finales de año sobre este tipo de emisiones, especialmente las *senior*, al desaparecer uno de los principales compradores del mercado. En este entorno, una buena selección de emisiones se vuelve clave.

En Estados Unidos, por su lado, la tendencia fue parecida, con un recorte de *spreads* en el índice CDX Investment Grade 5 años desde los 68 puntos básicos hasta los 60pb con que cerró.



En materias primas la tendencia sigue siendo negativa en casi todos los *commodities*, con la excepción del petróleo que cerraba a \$82 con una revalorización trimestral del +4,1%. En el lado negativo, por su sensibilidad con el ciclo económico, los *base metals* cerraron el trimestre con una pérdida del -9,2%, mientras las materias primas agrícolas caían un -5,9%.

Asset Allocation

La renta variable sigue siendo nuestro activo favorito, aunque sea por el poco atractivo relativo del resto de alternativas de inversión.

Geográficamente, la fortaleza del ISM manufacturero norte-americano y el impulso que transmite su programa de expansión fiscal nos llevan a sobreponderar la inversión en Estados Unidos.

Por el contrario, la debilidad europea nos hace ser prudentes en nuestras inversiones bursátiles, prefiriendo las compañías más globales y menos expuestas a Europa, que pueden beneficiarse de la debilidad del euro ante sus competidores internacionales.

Tras la corrección que han sufrido los mercados emergentes, también creemos que debemos mantener cierto grado de exposición en estos mercados, especialmente si creemos que se puede llegar a alcanzar algún tipo de acuerdo comercial o como mínimo una disminución de la retórica pro-aranceles. Además, la cotización actual del dólar parece haber encontrado un punto de equilibrio, lo que podría favorecer la situación financiera de estas economías, y las medidas de estímulo que están introduciendo las autoridades chinas deberían impulsar los mercados emergentes.

Desde un punto de vista sectorial, nuestro posicionamiento se centra en buscar los sectores que mejor pueden comportarse en el punto del ciclo actual, más cercano al fin del ciclo alcista. Por este motivo, tendemos a preferir sectores más conservadores como el sanitario sobre sectores como la tecnología, que pueden ser muy sensibles a caídas en la tasa de crecimiento. Además, el sector sanitario se beneficia de una de las mega-tendencias más relevantes de la actualidad, relacionada con el envejecimiento de la población y el de mayor consumo de medicamentos.



También reducimos peso en sectores como el energético, una vez el petróleo ha alcanzado niveles de precio más que razonables, y el de materiales, preferibles en la fase inicial del ciclo. En el sector financiero nos mantenemos algo infra-ponderados, por el mismo motivo.

Finalmente, también mantenemos una exposición baja en los sectores sensibles a los tipos de interés, como *utilities*.

En cuanto a la renta fija, la deuda emergente es atractiva tras su reciente corrección. Más allá de la solidez de la mayor parte de las economías emergentes, la inflación de estos países se mantiene por debajo de su media a largo plazo, y en divisa local rinden de promedio más del 6,5% sobre la base de unas divisas que cotizan un 20% por debajo de su valor razonable.

En deuda pública europea, consideramos que la deuda alemana a corto y medio plazo es un activo a evitar, o en el caso de nuestros fondos para instrumentalizar con posiciones cortas (futuros vendidos). Sobre el *bund* hemos optado por mantener posiciones vendidas cuando las rentabilidades se acercan a cero, para ir las cerrando a medida que los momentos de pánico se difuminan y vuelven a ofrecer rentabilidades por encima del 0,5%.

En cuanto a los Estados Unidos, el bono a 10 años creemos que es peligroso en cuanto a que la fortaleza de la economía norte-americana favorece las alzas en tipos de interés y por tanto las caídas de precios, pero tampoco mantenemos posiciones cortas al considerar que este movimiento puede no producirse a corto plazo y mantener estas posiciones cortas implica un coste importante (3% anual).

En el corto plazo, en cambio, el atractivo es mayor, y nuestra única preocupación es la evolución del tipo de cambio euro-dólar.

Finalmente, en cuanto a la renta fija privada, en Europa cada vez le vemos menos atractivo, especialmente a las puertas del fin del QE europeo, lo que puede generar una caída de precios en cuanto el mayor actor del mercado vaya desapareciendo. Las rentabilidades del *high yield* difícilmente justifican el riesgo asumido.

RENTA VARIABLE		RENTA FIJA	
RV Norte-América		Deuda USA	
RV Europa		Deuda Euro	
RV Japón		RF Privada IG	
RV Emergente		RF Privada HY	
USD		Deuda Emergente	