

MERCADOS

OUTLOOK 2019





La volatilidad está aquí para quedarse

Muchas cosas han pasado en 2018.

Cuando Donald Trump consiguió la victoria en las elecciones presidenciales de noviembre de 2016, mucha gente dentro y fuera de los mercados se pusieron las manos en la cabeza y anticiparon una inmediata corrección bursátil. Su discurso populista y totalmente alejado del pensamiento económico tradicional auguraba fuertes caídas en bolsa.

Para sorpresa de muchos –yo incluido- el mercado reaccionó positivamente, iniciando inmediatamente un *rally* que se alimentaba con expectativas de mayor crecimiento a partir de las rebajas fiscales y los programas de gastos que había anunciado durante su campaña electoral.

Sin embargo, 2018 se ha convertido en un “despertar” del efecto del populismo en los mercados: a mitad de su mandato, sus programas de gasto público siguen sin concretarse, y en cambio los mercados están sufriendo en sus carnes la guerra comercial desatada entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, junto con un creciente déficit fiscal derivado de las rebajas fiscales ya aplicadas.

Pero tampoco debemos atribuir toda la responsabilidad del mal año en los mercados al presidente norte-americano.

En Europa, nuestros políticos tienen una gran parte de la culpa de la extrema debilidad del crecimiento económico. La políticas de austeridad aplicadas hasta ahora han impedido que la economía europea rompa con la espiral deflacionaria del mismo modo que hizo la norte-americana durante la presidencia de Obama, consiguiendo como mucho cierta japonización de nuestra economía. Las políticas de expansión monetaria llegaron tarde, y

ahora las empezamos a retirar ante la previsión de una nueva recesión dentro de dos o tres años, cuando apenas hemos empezado a recuperarnos de la crisis anterior. El Brexit, por su lado, prosigue su andadura hacia lo desconocido. Y lo más importante, la población europea empieza a estar cansada de la ineficacia de los partidos políticos tradicionales a la hora de solucionar sus problemas, decantándose cada vez más, como hicieron los norte-americanos con Trump, hacia partidos más populistas. La muestra más evidente de esta situación la estamos viendo en Italia.

El traslado de esta situación a Francia, con la “revuelta” de los chalecos amarillos, puede suponer un cambio substancial en las reglas del juego de la política fiscal.

En primer lugar porque el problema se está empezando a trasladar de la periferia europea (Italia) al centro (Francia), y hacia partidos que, aunque populistas, son de “centro”, y que están reaccionando empezando a asumir parte de las demandas de la población...con un efecto inmediato en el incremento del déficit público francés (por encima del italiano!!!!).

No debemos olvidarnos tampoco de los efectos de la política monetaria.

2018 es el año en que el *quantitative tightening* estado-unidense se está convirtiendo en una realidad muy palpable en los mercados. Pese al nombramiento del candidato de Donald Trump para la presidencia de la Fed – Jerome Powell- las medidas que está aplicando se alejan mucho de las que desearía el presidente norte-americano. Dicho de otro modo, a pesar de las dudas que podía generar un presidente de la Fed apadrinado por un presidente populista, una vez éste ha tomado posesión de su cargo se está comportando exactamente en la misma línea de independencia que sus antecesores, pero con un papel mucho más difícil e impopular que jugar: el de evitar un sobre-calentamiento de la economía.



El resultado es que la actuación de la Fed durante 2018 se ha basado en seguir subiendo tipos de interés y en reducir su balance, lo que revierte en un empeoramiento de las condiciones financieras en Estados Unidos y por lo tanto en un freno al crecimiento económico.

Crecimiento económico aparte, una de nuestras principales preocupaciones en estos momentos se centra en el desconocimiento sobre los efectos del *quantitative tightening*, que no es otra cosa que el proceso de desmantelamiento ordenado -esperamos- del *quantitative easing* puesto en marcha para sacar de la crisis a la economía norte-americana.

Durante estos últimos 10 años hemos sido testigos de un índice S&P 500 en una clarísima senda alcista acompañada de una fuerte correlación entre activos (todo ha subido: bolsa, deuda pública, crédito, sector inmobiliario,...) y una bajísima volatilidad, aplastada por la ingente cantidad de dinero que la Fed introducía en la economía.

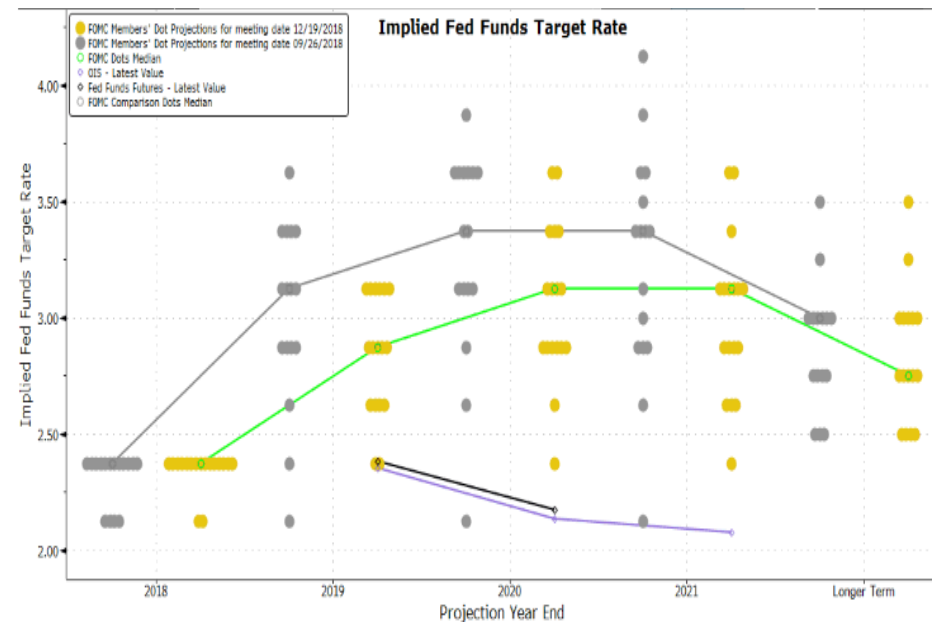
Pero 2018 ha sido el año en que hemos abandonado el QE para empezar el QT, y el resultado ha sido un mantenimiento de la alta correlación entre activos -pero en sentido bajista- y un fuerte aumento de la volatilidad. Y todo ello en un año en que, política aparte, la economía norte-americana ha crecido con fuerza a una tasa estimada del +2,9% y los fundamentales de las empresas ha mostrado una gran fortaleza, con beneficios incrementándose en un +24% respecto 2017.

Así pues, la explicación de un comportamiento tan malo en los mercados en un entorno de tal fortaleza económica se puede explicar en base a dos argumentos: 1) el drenaje de liquidez en los mercados motivado por las políticas de la Reserva Federal, o 2) expectativas de crisis a corto plazo.

Para 2019 no esperamos una reversión del QT de 2018, pero si pensamos que el mercado está sobreestimando la actuación de la Fed, tanto en cuanto a la reducción de su balance, como en el ritmo de subidas de tipos de interés.

Para nosotros es clave que los costes laborales (ULC) y el petróleo, claves en la determinación de la tasa de inflación, estén teniendo un comportamiento débil, lo que debería permitir que la Fed actúe de una manera mucho más pausada y amigable con el mercado durante 2019.

Dot Plot de la Reserva Federal



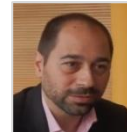
Por el momento, la evolución del gráfico Dot Plot¹ de la Fed, donde se ponen de manifiesto las expectativas de tipos de interés de intervención en varias fechas de los miembros del FOMC², deja entrever una ralentización en el proceso de subida de tipos de interés: los pronósticos del mes de diciembre (amarillo) representan tipos inferiores a los pronósticos del mes de septiembre (gris).

Este resumen de la situación nos deja con un escenario difícil para los inversores, hasta el punto que las caídas que hemos estado viviendo desde octubre nos hagan plantearnos si nuestra estrategia de inversión es la correcta. La cantidad de riesgos que se nos presentan son substanciales, desde una recesión inminente, a una re-escalada de la guerra comercial con China, además de un un potencial error fatal de la Fed y la incertidumbre generada por la ejecución del Brexit. Pero también existe gran cantidad de catalizadores que pueden llevar a los mercados al alza, empezando por unas valoraciones bursátiles que tras las últimas correcciones han pasado de niveles razonables a niveles atractivos, junto con indicadores de sentimiento de mercado que indican un ambiente de extrema negatividad, sugiriendo un posible rebote en el corto plazo.

La política de la Fed debería ser progresivamente más amigable con el mercado, mientras que la debilidad del precio del petróleo y los costes laborales deberían permitir que las compañías sigan incrementando sus resultados al tiempo que la fortaleza de sus balances permitirá que prosigan con sus programas de recompras de acciones.

Para finalizar, si nuestro objetivo es seguir incrementando nuestro patrimonio a largo plazo, debemos fijar nuestra atención en la fortaleza de los fundamentales y no dejarnos llevar por las tensiones del momento.

Eso sí, debemos ser conscientes que el mercado ha cambiado, y que la volatilidad ha vuelto para quedarse.



Josep Bayarri
Arquia Banca
@BayarriMarkets

¹ Dot Plot: cada miembro del FOMC emite un voto, representado por un punto en el gráfico, con su expectativa de tipo de intervención para cada fecha del gráfico.

² FOMC: Federal Open Market Committee, Comité Federal de Mercado Abierto



La visión de nuestra banca privada

Aunque veníamos advirtiendo que 2018 sería un año complicado, y que el camino no sería nada fácil, al final ha sido un ejercicio mucho peor de lo que esperábamos al tener que enfrentarnos a un sinfín de problemas geopolíticos, a tensiones comerciales, a incertidumbres económicas y a unos bancos centrales en pleno proceso de retirada de estímulos monetarios.

De cara a este 2019, y a pesar de que la volatilidad vivida ha llegado aquí para quedarse, creemos que será un ejercicio más positivo dado que creemos poder encontrar oportunidades de inversión tanto en los mercados de renta variable como en los de renta fija.

Sí debemos ser conscientes que muchos de los focos de tensión, y que supusieron una importante inestabilidad financiera durante el pasado año, aún se mantienen. En este sentido, nos preocupa el hecho de que el impulso fiscal en Estados Unidos vaya perdiendo fuerza y efecto sorpresa en este ejercicio. También el hecho de desconocer el ritmo de normalización de la política monetaria por parte de la Fed, o las dudas sobre la sostenibilidad de los márgenes de los beneficios records en EE.UU. o incluso las incertidumbres en materia de política económica interior y exterior de la administración Trump, el propio “ruido” igualmente político procedente de Europa, o hasta dónde puede alcanzar la desaceleración económica de China.

Sin embargo, y a pesar de todo lo señalado anteriormente, en la vida solemos angustiarnos y sufrimos por posibles amenazas, peligros y problemas que, en muchos casos y al final, no terminan por materializarse. Por ello, nuestro consejo es sí ser prudentes a la hora de invertir en mercados financieros para este 2019 pero convendría aprovechar las oportunidades de inversión que han ido surgiendo tras las fuertes caídas en el precio de muchos activos

financieros en los pasados meses. Y señalamos esto pues si bien es cierto que los peligros generadores de incertidumbre aun están ahí, también hay una serie de realidades objetivas positivas que convendría no obviar:

- La economía mundial, efectivamente, se está desacelerando de forma sincronizada. Sin embargo, y con los datos que tenemos en estos instantes y a pesar de la debilidad del crecimiento europeo o de la ralentización del de China, no creemos que vayamos a adentrarnos en una nueva recesión global en los próximos meses.
- La inflación, en la mayoría de economías del mundo, se mantiene en niveles estables y contenidos y no esperamos repuntes muy importantes de la misma.
- La normalización de las políticas monetarias, por parte de algunos grandes bancos centrales, es una realidad. Sin embargo, y como consecuencia de unos datos económicos algo menos espectaculares en Estados Unidos, es muy probable que la Fed tenga que retrasar la subida de tipos de interés hasta mediados de este año. Además, el BCE no está en una clara posición de poder acelerar esta normalización monetaria en un momento en el que: 1) los datos de crecimiento económico son más débiles; 2) la confianza de los consumidores y empresarios decae; 3) la posibilidad de que al final se de un “hard Brexit”; 4) la falta de liderazgo político tras el anuncio de la Sra. Merkel de no presentarse a su reelección como canciller en Alemania en los próximos comicios en este país; o 5) las elecciones al Parlamento Europeo, con la posibilidad de que el auge de los populismos en nuestro continente suponga una mayor presencia de los mismos en las instituciones europeas.
- A pesar de la desaceleración de los resultados empresariales, estos continúan (en general) siendo sólidos.

- Es cierto que se mantienen las tensiones comerciales entre EE.UU. y China pero, en cambio, parece que esta vez trabajan para que se vayan reduciendo.
- Las valoraciones de las bolsas (en índices), tras las fuertes caídas en 2018, son atractivas.
- China, económicamente, se frena. Sin embargo, es un país que cuenta con “músculo financiero suficiente” para, a través de medidas de estímulo fiscal y monetario, evitar una ralentización mayor de su economía.

Por todo ello, insistimos en aconsejarles prudencia a la hora de invertir en los mercados mundiales de capital. Sin embargo, y de cara a este 2019, somos moderadamente algo más optimistas de lo que éramos en 2018, aunque sin llegar a la euforia a la hora de definir una estrategia de inversión.

Una estrategia de inversión que, desde nuestro punto de vista, debería fundamentarse en los siguientes pilares:

- Actuar con racionalidad y sentido común y no dejarse “arrastrar” emocionalmente por los acontecimientos que se vivan día a día en los mercados.
- Ser cautos y disciplinados en nuestras decisiones de inversión.
- Estar adecuadamente asesorados. Tan importante es decidir dónde invertir como dónde no hacerlo para evitar daños irreparables en las inversiones de muchos ahorradores.
- Apoyarnos en fondos que lleven a cabo una acertada gestión activa.
- Estar correctamente diversificados.

Por lo tanto, y desde Arquia Banca, seguiremos trabajando para localizar activos con potencial de revalorización pero, en un contexto de fuerte oleaje,

extremando la vigilancia de sus inversiones con el fin de reducir los riesgos asumidos.



José María Luna
Arquia-Profim Banca Privada
@LunaJoseM



Macro e Indicadores Avanzados

En momentos como el actual, tras un ciclo económico que se alarga ya en una cifra record de nueve años, la gran incertidumbre sigue siendo cuándo llegará la próxima recesión.

Muchos analistas llevan ya años anunciando la inminencia de la próxima crisis, y sin lugar a dudas algún día acertarán en sus pronósticos y esta llegará, pero nuestra preocupación aquí es hacer una previsión razonable de si es o no es una amenaza real en el momento actual.

Como hemos ido repitiendo en nuestros *outlook* anuales, el principal factor que generalmente desencadena una crisis son las medidas que toman las autoridades monetarias para poner freno a la inflación, principalmente a través de subidas de tipos de interés. El objetivo de los bancos centrales, por otro lado, es conseguir un crecimiento estable no inflacionario, y utilizar sus instrumentos de gestión para evitar la inflación, con el hándicap que para que sus medidas sean efectivas deben empezar a implantarse, dice la teoría, unos dos años antes que se acelere la inflación.

Este año volvemos a repetir que nuestro principal foco de atención va a ser el seguimiento de la inflación, en especial la norte-americana, para poder prever las acciones de la Fed y en la medida de lo posible la de los mercados financieros. El primer paso para confirmar este escenario es que no suban tipos de interés durante el primer semestre del año.

Nuestro escenario central es que las expectativas de inflación están siendo sobrevaloradas por el mercado, y que el tono de la Reserva Federal se va a moderar a lo largo de este año si realmente se confirman nuestras expectativas que estamos lejos de ver incrementos de precios que pongan en peligro la economía.

El principal componente de la inflación subyacente, que descuenta el efecto de energía y alimentos, son los costes laborales (ULC³), cuya correlación con la primera alcanza el 74%, avanzándose un año.

En Estados Unidos siguen sorprendiendo por su estabilidad dado el nivel de teórica saturación del mercado laboral. Decimos teórica en cuanto a que finalmente parece que la tasa de desempleo norte-americana ha encontrado un punto de equilibrio de pleno empleo en una tasa del 3,8%, a pesar que siguen produciéndose incorporaciones al mercado laboral y que los ULC se mantienen estables.

Las razones que explican esta situación serían, desde nuestro punto de vista, dos: el progresivo incremento de la tasa de participación en el mercado laboral y el aumento de la productividad del trabajador norte-americano derivado de una importante inversión en capital tecnológico.

Respecto al primer factor, se observa que la estabilización de la tasa de desempleo se corresponde con un incremento de la tasa de participación en el mercado laboral, lo que implica que la mayor demanda de trabajadores se equilibra con un incremento de oferta de trabajadores que se incorporan al mercado laboral.

Este incremento de la oferta laboral tiene su principal fuente en una mayor participación de la mujer en el mercado laboral, con un incremento en la tasa de participación para mujeres entre 25 y 54 años desde el 73,3% en 2016 al 75,9% actual, mientras la tasa masculina sólo ha subido del 73,8% al 74,4%.

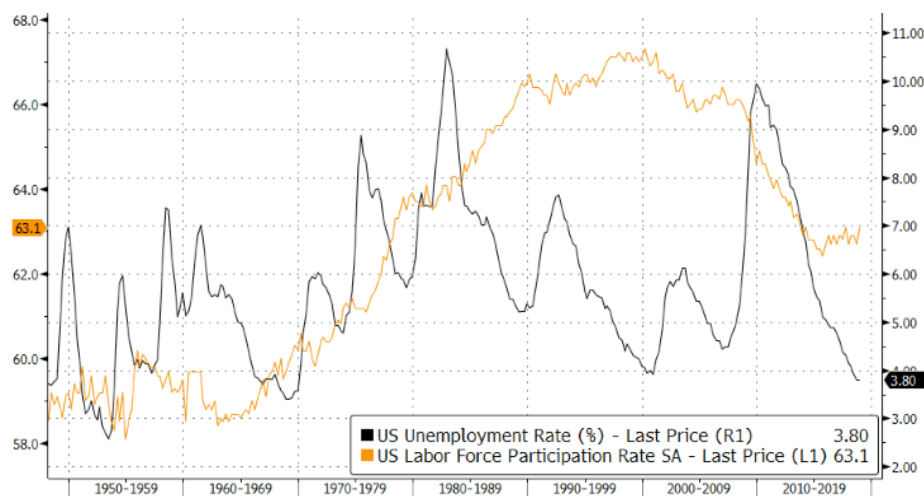
Incluso en el segmento de mayores de 65 años, se observa un incremento de la participación que alcanza el 20%, explicado principalmente por un fuerte

³ ULC: Unit Labor Cost, o costes laborales unitarios

incremento de la tasa de mujeres de esta edad que siguen participando en el mercado laboral.

La pregunta lógica es si existe capacidad en el mercado laboral de Estados Unidos para seguir incrementando la oferta laboral. Los datos parecen señalar que a dos años vista, si se mantiene la tasa de incremento de oferta laboral, la nueva demanda de trabajadores puede ser totalmente absorbida sin generar aceleración en salarios.

Evolución del Mercado Laboral EE.UU.



En cuanto a la productividad laboral, los ULC se mantuvieron planos en el +0,9% en el tercer trimestre de 2018 y cayeron un -2,8% el segundo trimestre del año, a pesar que el dato interanual de variación de ingresos por hora trabajada ascendía al +3,2% en diciembre pasado. Esta diferencia entre salarios pagados y costes laborales sólo se puede explicar por una mayor

productividad de los empleados, lo cual es coherente con la fuerte inversión en capital realizada por las empresas norte-americanas estos últimos años.

Para 2019 la expectativa es de cierto incremento en los ULC, pero siempre por debajo del 2% y por lo tanto manteniendo la inflación bajo control, lo que permitiría a la Fed relajar su escalada de tipos de interés.

Finalmente, también contribuye a un escenario inflacionario más moderado de lo esperado por los mercados el hecho que la inflación, incorporando energía y alimentos, también esté incorporando los efectos de la caída del precio del petróleo durante el último trimestre de 2018, con un West Texas Index que ha caído de los \$76/barril a finales de octubre hasta los \$45/barril a final de año.

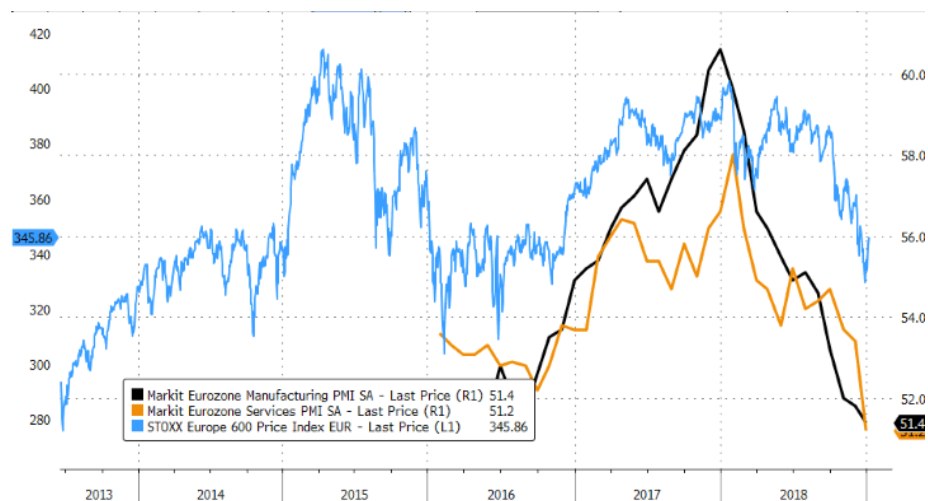
Indicadores avanzados

Los índices de directores de compras (el PMI europeo y el ISM norteamericano) son los indicadores más fiables respecto la marcha de la economía, y como tales muestran una altísima correlación con la bolsa.

Respecto al ISM norteamericano, las lecturas que ha estado dando durante gran parte del año parecían en cierta medida exageradas, corrigiendo durante el mes de diciembre hasta 54,1, un nivel más coherente con la actividad económica real.

En Europa, las estimaciones de compras de los directores de adquisiciones de las empresas europeas (PMI) ofrecen unos datos mucho más negativos, con una observación de 51,4 en diciembre, cuando habíamos comenzado el año en una nube de optimismo que no tenía sentido (60,6). Sin embargo, los niveles que estamos viendo ahora mismo parecen influenciados por un sentimiento de extrema negatividad marcado por unos factores que, en nuestra opinión, son temporales y deberían corregirse con el tiempo.

PMI Zona Euro Manufacturero, Servicios vs Stoxx 600



Destacamos en este sentido la revuelta de los ‘gilets jaunes’ en Francia, que ha implicado una caída del PMI manufacturero francés desde niveles de 54 hasta niveles de recesión (por debajo de 50) al cerrar diciembre con una observación de 49,7. En Alemania, con un importante peso del sector automovilístico dentro de su industria, la introducción de los test WLTP⁴ sobre emisiones contaminantes ha supuesto un importante freno a la producción de coches para evitar la acumulación de stocks de vehículos sin testar, generando un freno a la actividad económica (el crecimiento del PIB del tercer trimestre fue negativo del -0,2%) y una caída en las expectativas de los gestores de compras que han llevado al PMI manufacturero alemán hasta el 51,5. Finalmente, el PMI manufacturero italiano está dando observaciones por

⁴ WLTP: Worldwide Harmonized Light-Duty Vehicles Test Procedures, Procedimiento mundialmente armonizado de pruebas para vehículos ligeros

debajo de 50 desde el mes de septiembre, a consecuencia sobretodo de las tensiones entre el gobierno de coalición italiano y las autoridades europeas, y al incremento de la prima de riesgo italiana.

Como decíamos, los dos primeros eventos tienen un alcance temporal limitado, mientras que la situación en Italia se enmarca en un proceso de negociación política que probablemente se vaya desvanciendo con el tiempo. Por esta razón, consideramos que los indicadores avanzados europeos están siendo excesivamente pesimistas y que su evolución debería mejorar a medida que estas situaciones van perdiendo fuerza y el PMI manufacturero europeo vuelve a niveles más acordes con la situación económica real.

Para 2019 se estima una tasa de crecimiento para Europa entre el +1,5% y el +1,7%.

Fuera de Europa y Estados Unidos merece una atención especial cómo se va desarrollando la ralentización de la economía china.

Durante 2018 hemos sido testigos de multitud de eventos de importancia relacionados directa e indirectamente con el conflicto abierto con los Estados Unidos, ya sea recientemente en la guerra comercial iniciada por el Presidente Trump, o en los últimos años a través de los movimientos más o menos manipulados del tipo de cambio dólar-yuan.

Tras un 2018 en que se calcula que el crecimiento económico chino oscilará alrededor de la cifra del +6,6%, para 2019 se espera una contracción del crecimiento hasta el +6,2%, y +6% para 2020. El PMI manufacturero ha caído este año desde niveles próximos a 52 en mayo pasado hasta niveles por debajo de 50 (49,4) en diciembre.

Nuestra preocupación respecto a la economía china se basa en la fuerte influencia que tiene sobre la economía mundial. Para empezar, su producto

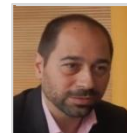
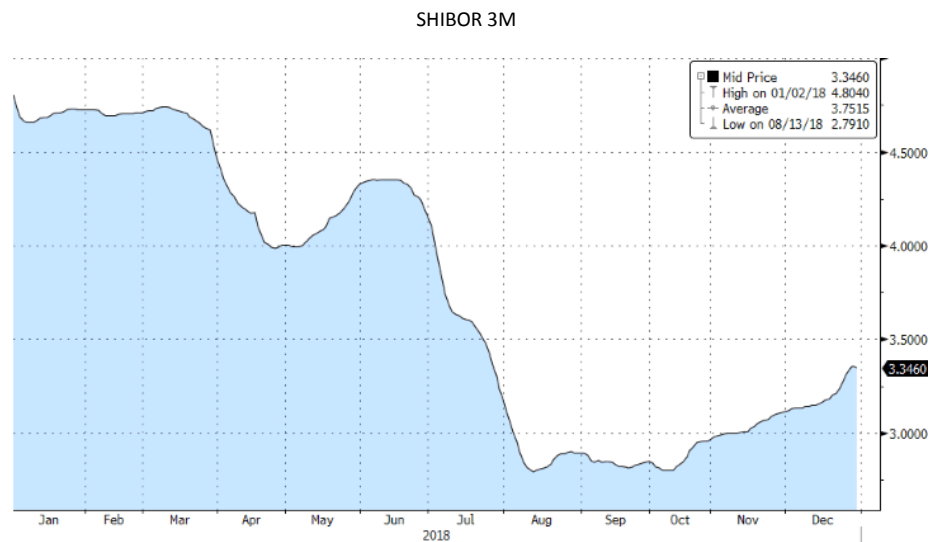
interior bruto representa cerca del 20% del PIB mundial, y estadísticamente existe una correlación del 80% entre el PMI manufacturero chino y el del mundo (exChina). Por lo tanto, el crecimiento chino es clave para la determinación del crecimiento mundial y el de la evolución de los mercados financieros.

A pesar de las malas noticias provenientes del país asiático durante 2018, estamos siendo testigos de cómo Pekín está empezando a actuar para estimular su economía, teniendo además conciencia que cuando empiezan a aplicar medidas, estas se siguen aplicando cada vez con más fuerza hasta que los resultados son palpables.

Desde el punto de vista monetario, hemos visto como el PBoC⁵ ha relajado los tipos de interés, rebajando el SHIBOR a 3 meses desde el 4,8% hasta el 2,8%, para que después suba hasta el 3,3%.

En el ámbito fiscal se están empezando a aplicar medidas como la creación de incentivos para estimular la venta de vehículos e incluso un nuevo plan presentado recientemente para incrementar en un 40% el gasto en infraestructura ferroviaria.

Así pues, para 2019 esperamos que estos estímulos generen resultados positivos que se traduzcan en un mercado bursátil alcista.



Josep Bayarri
Arquia Banca
@BayarriMarkets

⁵ People' Bank of China, Banco del Pueblo Chino



Mercados

2014	2015	2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018
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%	RF Aggr 1,4%	RF Aggr -1,0%
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%	Mat Primas -1,4%	REIT -4,0%
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%	REIT -6,1%	Mat Primas -5,4%
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 Emerg -7,5%	RV Growth -6,7%
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 -11,3%	RV Desarr -8,7%
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%	RV Desarr -13,4%	RV Value -10,8%
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%	RV Growth -15,4%	Small Cap -13,9%
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%	Small Cap -17,7%	RV Emerg -14,6%

2018 ha resultado un año especialmente complicado para los mercados financieros.

Prácticamente ningún activo se ha librado de las correcciones, ni emergentes, ni renta variable, ni renta fija. Un año para olvidar para los activos financieros en general, en el que ni los Treasuries ni el oro (tradicionalmente conocidos como activos refugio) han conseguido aportar descorrelación y obtener retornos positivos. Incluso el sector inmobiliario, a nivel mundial y medido a través de la cotización de los REIT⁶, finalizaba con una rentabilidad del -4.

Para 2018 la comunidad inversora esperaba un crecimiento económico sólido, empresas publicando resultados con fuerte crecimiento de facturación y

⁶ REIT: Real Estate Investment Trust, equivalente global a las SOCIMI españolas.

beneficios, inflación controlada y por ende, unos tipos de interés al alza pero de forma moderada. Todas estas variables se han ido cumpliendo, es decir que el escenario macro y empresarial ha resultado positivo, pero los mercados de capitales no lo han interpretado así.

Razones para justificar estas caídas podemos encontrarlas en diferentes motivos, principalmente geopolíticos, que han ido surgiendo durante el año: por un lado el Brexit, las guerras comerciales entre China y EEUU, la inestable situación política italiana, y más recientemente los miedos que se han generalizado sobre una potencial desaceleración o incluso una recesión a corto plazo.

Respecto a las perspectivas de mercado para 2019 la principal duda que nos surge es si estas correcciones que hemos visto sesión tras sesión implican mayor riesgo, y por lo tanto debemos reducir exposición a mercado, o bien son una oportunidad para incrementar posiciones.

Bajo nuestro punto de vista el mundo puede seguir creciendo aunque sí es verdad que podría crecer algo menos que durante este 2018. Después de que el crecimiento económico global alcanzara el 3,8%, para 2019 esperamos un crecimiento próximo al 3%, condicionado por la desaceleración de China y la fase avanzada del ciclo que se encuentra inmersa la economía norteamericana. En Europa, el indicador adelantado del PMI muestra una desaceleración clara de la actividad, pero todavía se encuentra en niveles cómodos de crecimiento y creación de empleo. Se encuentra por encima de 50 por lo que no nos indica que vayamos a entrar en recesión de forma inminente.



Renta variable

	RMI	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Time	%1Yr	%1YrCur
1) Americas								
11) DOW JONES			23327.46	+265.06	+1.15%	12/31c	-5.63%	-1.04%
12) S&P 500			2506.85 d	+21.11	+0.85%	12/31c	-6.24%	-1.68%
13) NASDAQ			6635.28	+50.76	+0.77%	12/31c	-3.88%	+0.79%
14) S&P/TSX Comp			14322.86 d	+100.86	+0.71%	12/31c	-11.64%	-14.31%
15) S&P/BMV IPC			41640.27 d	+181.13	+0.44%	12/31c	-15.63%	-11.58%
16) IBOVESPA			87887.26 d	+2427.05	+2.84%	12/28c	+15.03%	+2.95%
2) EMEA								
21) Euro Stoxx 50			3001.42 d	+14.89	+0.50%	12/31c	-14.34%	-14.34%
22) FTSE 100			6728.13 d	-5.84	-0.09%	12/31c	-12.48%	-13.46%
23) CAC 40			4730.69 d	+51.95	+1.11%	12/31c	-10.95%	-10.95%
24) DAX			10558.96 d	+177.45	+1.71%	12/28c	-18.26%	-18.26%
25) IBEX 35			8539.90 d	+46.20	+0.54%	12/31c	-14.97%	-14.97%
26) FTSE MIB			18324.03 d	+259.41	+1.44%	12/28c	-16.15%	-16.15%
27) OMX STKH30			1408.74	+24.15	+1.74%	12/28c	-10.67%	-13.82%
28) SWISS MKT			8429.30 d	+233.66	+2.85%	12/28c	-10.15%	-6.57%
3) Asia/Pacific								
31) NIKKEI			20014.77 d	-62.85	-0.31%	12/28c	-12.08%	-5.54%
32) HANG SENG			25845.70 d	+341.50	+1.34%	12/31c	-13.61%	-9.60%
33) CSI 300			3010.65 d	+20.15	+0.67%	12/28c	-25.31%	-25.61%
34) S&P/ASX 200			5646.40	-7.92	-0.14%	12/31c	-6.90%	-11.93%

El 4T18 ha resultado en el peor cuarto trimestre para la renta variable desde 2008, con caídas del -14% para el S&P 500, -13,9% para el Eurostoxx 50, -17% para el Nikkei 225, y -7% para el Hang Seng.

El mercado entró en pánico a principios de octubre a raíz del discurso de Powell declarando que los tipos de interés estaban todavía lejos de su normalización. Los inversores interpretaron sus palabras como un discurso muy *hawkish* y asumieron que la Fed iba a subir los tipos muy rápidamente. Como consecuencia los inversores decidieron rotar las carteras y posicionarse en modo *risk-off*. Las caídas afectaron especialmente a empresas cíclicas y *small caps*, conduciendo el flujo hacia valores más defensivos.

Para 2019 tenemos preferencia por la renta variable frente a la renta fija.

La volatilidad persistirá pero creemos que aún es pronto para retirarse del mercado. A nivel global las valoraciones presentan un descuento significativo respecto a las medias históricas y si retrocedemos en el tiempo observamos generalmente cómo las rentabilidades suelen ser positivas en la última fase del ciclo.

A nivel mundial el ratio PER⁷ a 12 meses es de 14x. En EEUU, cuya economía está creciendo de forma sólida, el ratio es de aproximadamente de 17x, en línea con el PER medio de los últimos treinta años. En contrapartida, los índices europeos, japoneses y emergentes tienen valoraciones más atractivas y están cotizando a unos ratios entre 12 y 13 veces beneficio. No obstante, estas regiones tienen mayor exposición a China y a una potencial ralentización de su economía.

Creemos que, en términos generales, 2018 ha resultado en una contracción de los múltiplos de todos los índices bursátiles fruto de las tensiones geopolíticas, miedo a una recesión y consecuente ampliación de las primas de riesgo.

En nuestra opinión, tras estas correcciones las valoraciones actuales son atractivas en relación con las medias históricas y sólo que se mantengan los beneficios empresariales y la economía logre mantener el pulso podríamos ver revalorizaciones significativas en los próximos meses.

Compañías cíclicas y compañías con perfil value son las más baratas en términos de valoración. En contrapartida, aquellos sectores con un sesgo más defensivo y especialmente las compañías con un fuerte carácter de crecimiento cotizan con valoraciones más exigentes. De todos modos, si la

⁷ PER, o ratio P/E: Precio/Beneficios, o número de años de beneficios que permiten pagar el precio de la acción. Se mide en las "x" veces beneficios que equivalen al precio de mercado del valor.



desaceleración económica se confirma, podríamos seguir observando flujos de sectores cíclicos a defensivos, encareciendo aún más este perfil de compañías.

Nuestro planteamiento a la hora de realizar la selección de valores sigue consistiendo en identificar aquellas compañías de calidad y con barreras de entrada reconocibles, con potencial de crecimiento, elevada rentabilidad, apalancamiento moderado o incluso con posición neta de caja, e intentando pagar siempre un precio atractivo.

En Europa, a nivel sectorial nuestra preferencia es el sector energético.

Creemos que la mayoría de compañías integradas europeas deberían ser fuertes generadoras de flujos de caja, tienen una elevada rentabilidad por dividendo y en términos generales disponen de balances sólidos. A estas variables debemos añadirle nuestra visión positiva del crudo de cara a los próximos meses.

Los futuros del crudo se han posicionado de vuelta en contango⁸, hecho que resulta alcista para la evolución del precio a unos meses vista.

Otro sector en el que somos constructivos es el sector salud: creemos que en la actual fase del ciclo este perfil de compañías con un marcado carácter defensivo debería tener un buen comportamiento. Adicionalmente, con exposición a este sector nos beneficiamos de un progresivo envejecimiento de la población y de la creciente dependencia del sector sanitario, una macro-tendencia con gran potencial a nivel estratégico.

⁸ Contango: situación en la que el precio de un activo para entrega inmediata (spot) es inferior al precio del mismo activo a entregar en el futuro. Implica que el mercado estima que el activo subirá de precio en el futuro.

Por el lado contrario, seguimos con una visión cauta en el sector financiero europeo. A simple vista, las valoraciones pueden parecer atractivas: ratio precio-beneficios de 9x y Price to Book de 0,7x. Pero cabe la posibilidad y la probabilidad es elevada de que el BCE finalmente no suba los tipos de interés después del verano. De esta forma, los bancos y aseguradoras se quedarían sin ese catalizador tan necesario para elevar la rentabilidad de sus cuentas.

En comparación con otros sectores, el financiero es un sector con unas rentabilidades estructurales muy bajas y que necesita disponer de un apalancamiento financiero muy elevado para obtener mayores retornos.

Adicionalmente, un factor relevante a tener en consideración es la irrupción de las *fintech*, que creemos que son una fuerte amenaza para el sector.

Renta fija

Region	RMI	Security	Price	Chg	Yld	Chg	Yld	Low	Range	High	1Y Chg
1) Americas											
10) United States		T 3 1/8 11/28	103.25+	+ 00	2.684	+0.0		2.405		3.237	+27.9
11) Canada		CAN2 06/01/28	100.319c	-0.114	1.963	+1.3		1.949		2.595	-7.5
12) Brazil (USD)		BRAZIL4 5/8 28	96.662c	+0.057	5.091	-0.8		4.416		6.304	+57.2
13) Argentina (USD)		ARGENT5 7/8 28	72.244	+0.000	10.758	+0.0		5.530		10.865	+526.5
2) EMEA											
20) United Kingdom		UKT1 5/8 10/28	103.240	+0.000	1.272	+0.0		1.183		1.725	+8.5
21) France		FRTR 0 3/4 28	100.481	+0.000	0.699	+0.0		.613		1.013	-7.5
22) Germany		DBR0 1/4 08/28	100.141	+0.000	0.235	+0.0		.224		.762	-18.4
23) Italy		BTPS2.8 12/28	100.704	+0.000	2.737	+0.0		1.708		3.680	+74.2
24) Spain		SPGB1.4 07/28	99.915	+0.000	1.409	+0.0		1.146		1.724	-13.9
25) Portugal		PGB2 1/8 10/28	103.745	+0.000	1.706	+0.0		1.583		2.129	-16.8
26) Sweden		SGB0 3/4 05/28	102.794	+0.000	0.444	+0.0		.432		.969	-31.1
27) Netherlands		NETHER0 3/4 28	103.499	+0.000	0.375	+0.0		.365		.795	-14.1
28) Switzerland		SWISS 4 04/28	140.540	+0.000	-0.308	+0.0		-.308		.144	-16.6
29) Greece		GGB3 3/4 01/28	95.978	+0.000	4.294	+0.0		3.606		4.677	+26.4
3) Asia/Pacific											
30) Japan		JGB 0.1 09/28	101.087c		-0.012			-.012		.150	-5.0
31) Australia		ACGB 2 3/4 28	103.830c		2.314			2.314		2.933	-31.2
32) New Zealand		NZGB 3 04/29	105.906c		2.350			2.324		2.990	-35.4
33) South Korea		KTB2 3/8 12/28	104.206	+0.000	1.924	+0.0		1.924		2.810	-53.6
34) China		CGB3 1/4 11/28	99.637	+0.000	3.293	+0.0		3.260		3.966	-56.5



La renta fija ha generado rendimientos espectaculares durante la última década y creemos que difícilmente se repetirán en los próximos ejercicios. Concretamente, este 2018 ha roto esta tendencia y ha resultado especialmente complicado para este tipo de activos. A los bajos tipos de interés se le ha sumado la ampliación de los *spreads* corporativos y de la deuda periférica. Además, debemos ser conscientes que las valoraciones de muchos bonos corporativos en euros habían alcanzado valoraciones muy exigentes al ser elegibles en el programa de compras del BCE.

Actualmente, tras estas correcciones en precio, creemos que están volviendo a surgir oportunidades y tenemos en cartera bonos que están pagando rendimientos interesantes.

El Bund, el bono del gobierno alemán con vencimiento a diez años, ha resultado el gran beneficiado durante este 2018. La inestabilidad ocasionada por la formación del nuevo gobierno italiano, así como la incertidumbre por las negociaciones del Brexit, provocaron que el Bund se moviese desde niveles cercanos al 0,75% en febrero hasta cerrar el año en niveles de 0,20%.

Especialmente complicado ha resultado este año para la deuda italiana, por la formación de un gobierno con un marcado carácter populista y el desafío presentado por éste a la hora de negociar los presupuestos con la Unión Europea.

Como consecuencia, la prima de riesgo italiana se disparó desde niveles de 112 pb hasta alcanzar máximos de 326 pb, o una rentabilidad equivalente del 3,6%. Al cierre del año el spread de Italia contra Alemania se situaba en los 250 pb, equivalente a una rentabilidad del 2,7%.

Casualmente, en esta ocasión la crisis italiana no ha contagiado a las deudas del resto de países periféricos. El spread de España se ha movido durante el año en el rango entre los 65 pb y los 132pb, cerrando el año en 117 pb, equivalentes a una TIR para el bono a 10 años del 1,4%. Portugal también cerraba el año en el punto medio del rango de 2018, con 146 pb de spread contra Alemania y una TIR del 1,7% (gráfico)

Podríamos afirmar que en una fase avanzada del ciclo económico no es favorable para los activos de renta fija.

A las políticas más restrictivas de los Bancos Centrales, debemos añadirle el creciente apalancamiento de las compañías y la ampliación de los diferenciales corporativos.

Además, teniendo en cuenta que la renta variable tiende a obtener mejor comportamiento relativo al crédito a finales del ciclo, nos posicionamos cautos en renta fija de cara a los próximos meses.

Para los inversores en dólares, consideramos interesante los tramos cortos y medios de la curva Treasury, los títulos del Tesoro de EEUU.

Spread de la deuda gubernamental europea contra Alemania, 10 años

Region	Ytd	Spd	Chg	Spread	#SD/Day	Low	Range	High	Avg	+/-	#SD	RSI
							Avg Now					
1) Germany	0.242					--		--	--	--		
2) Netherlands	0.375	13.4				1.5	20.0	10.9	2.4	0.6		48.7
3) Austria	0.471	22.9				6.7	34.5	19.0	3.9	0.7		47.3
4) Finland	0.535	29.3				6.8	30.2	16.0	13.3	1.8		58.4
5) EFSF	0.680	43.8				-10.9	43.8	3.9	39.9	5.9		38.4
6) France	0.699	45.8				20.5	47.8	31.2	14.5	2.2		64.1
7) Slovakia	0.751	50.9				33.6	61.4	48.3	2.6	0.4		39.9
8) Belgium	0.761	51.9				12.4	52.2	32.9	19.0	2.2		69.2
9) Ireland	0.892	65.0				16.9	69.7	47.6	17.4	1.8		55.5
10) Slovenia	0.960	71.8				31.4	84.4	57.1	14.7	1.3		43.2
1) Latvia	0.984	74.2				39.0	85.0	61.8	12.4	1.1		58.0
2) Lithuania	1.043	80.2										
3) Spain	1.409	116.7				64.9	131.7	96.0	20.7	1.1		50.8
4) Portugal	1.706	146.4				101.9	186.9	136.2	10.2	0.7		51.5
5) Cyprus	2.274	203.2				167.6	210.2	193.9	9.3	0.8		55.7
6) Italy	2.737	249.5				112.8	326.3	212.6	36.9	0.5		32.7
7) Greece	4.294	405.2				285.7	441.7	367.3	37.9	1.3		57.9



Creemos que son interesantes a los niveles actuales de TIR por encima del 2,5% en toda la curva de tipos, y existen probabilidades de rentabilidades positivas durante 2019 si la inflación y los tipos no suben de forma apresurada.

Adicionalmente, consideramos oportuno tener en cartera valores de elevada calidad que nos permitan aportar descorrelación para las carteras en momentos de incertidumbre y nos ayuden a amortiguar las potenciales caídas.

Por último, pero no menos importante, en caso de contracción de la economía estadounidense, la Fed tendría artillería disponible para poder bajar los tipos, lo que resultaría positivo para el inversor en bonos de deuda pública estadounidense.

En cuanto al crédito nos mostramos cautos, dado la avanzada fase de ciclo en que nos encontramos y el elevado apalancamiento de las empresas.

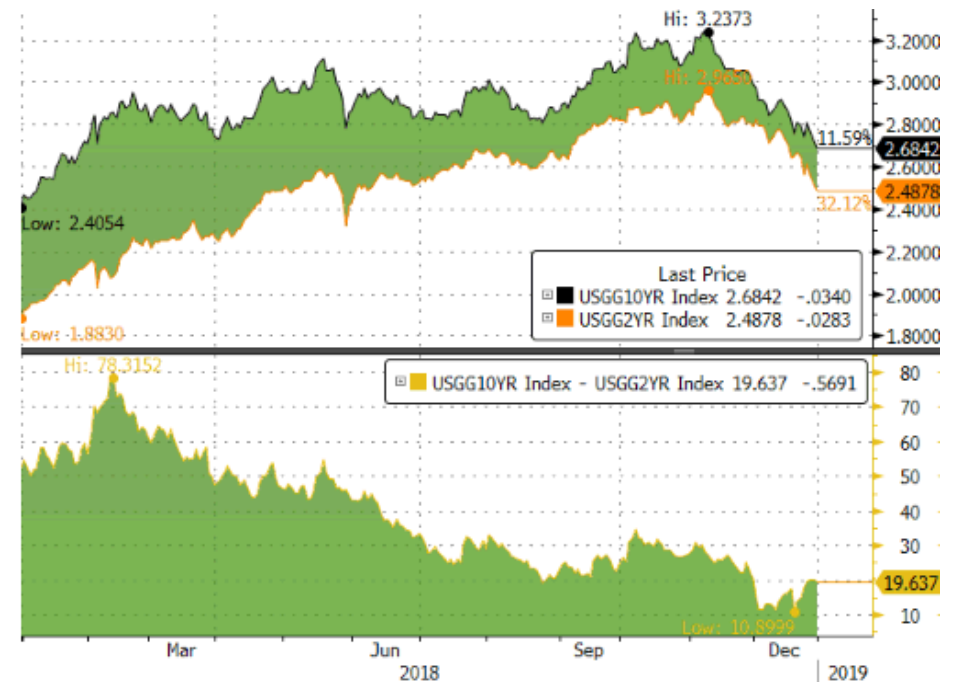
Queremos hacer especial mención al apalancamiento de las compañías estadounidenses que han aprovechado el bajo entorno de tipos para endeudarse desmesuradamente. En la actualidad la deuda de empresas no financieras se encuentra a niveles del 45% del PIB, los niveles más elevados de los que se tiene registro. En contrapartida, en Europa el proceso de apalancamiento ha evolucionado de manera diferente: mientras que las empresas y particulares han seguido reduciendo sus deudas, las cuentas públicas de los estados han seguido incrementado sus obligaciones de pago.

A día de hoy, Italia y España presentan niveles de endeudamiento del 130% y 100% del PIB, respectivamente.

El riesgo que incurrimos durante este 2019 es que los diferenciales de crédito amplíen aún más, resultado de la desaceleración económica. Donde sí vemos valor es en la deuda financiera subordinada, aunque ésta no está exenta de

volatilidad. Actualmente se pueden encontrar emisiones interesantes en AT1, emisiones con cupones elevados y de alta calidad cuya probabilidad de ser ejecución de la opción call de amortización anticipada es alta. Con un nivel menor de riesgo, también identificamos oportunidades en emisiones LT2 de alta calidad.

Evolución TIR deuda EE.UU. a 2 años y 10 años, más diferencial



En cuanto a la curva de tipos de interés, seguimos con especial interés la de EEUU, cuya pendiente en el tramo 2 años-10 años sigue manteniéndose en terreno positivo. No obstante, la rentabilidad del bono Treasury a 5 años está

ligeramente por debajo del bono a 2 años, lo que recibe una apreciación negativa por los mercados.

Si comparamos con el pasado, cuando la curva se invierte en los tramos largos se puede anticipar un debilitamiento de la economía, pero no una recesión inmediata.

De hecho, históricamente desde que el tramo 2-10 se invierte hasta que los mercados de renta variable dejan de subir suelen transcurrir entre 12 y 18 meses.



Ramon Cirach
Arquia Gestión SGIIC
@moncirach



Asset Allocation

Volver a hacer lectura de nuestro Outlook del año pasado siempre es útil para ver hasta qué punto nuestras preocupaciones o nuestras previsiones se han materializado y de qué manera nuestra recomendación sobre posicionamiento ha beneficiado o perjudicado a nuestras inversiones. La autocrítica siempre es necesaria y es especialmente útil para evitar repetir en la manera de lo posible los errores del pasado.

Se dice que la economía es la más vieja de las artes y la más nueva de las ciencias, puesto que la sociedad lleva gestionando la escasez de recursos desde los inicios de los tiempos, mientras que sólo se ha empezado a aplicar el método científico sobre la economía en el siglo XVIII, cuando Adam Smith publicó La Riqueza de las Naciones, el primer estudio sobre la creación y acumulación de la riqueza.

Este hecho implica que el tiempo dedicado al estudio de esta ciencia aún haya sido relativamente escaso, y que la capacidad de gestionar la economía y de hacer previsiones sobre su futura evolución estén dando aun sus primeros pasos. Y si al análisis de la ciencia económica añadimos la influencia de la psicología en los mercados, no debería sorprendernos la impredecibilidad que puede resultar del análisis de los mercados, especialmente en el corto plazo.

En el ámbito económico, ya hace un año nos preocupaba los mismos puntos que ahora. Resaltábamos en concreto cuatro puntos: el riesgo de una política demasiado restrictiva por parte de los bancos centrales, el riesgo de invertir en renta fija en este nuevo entorno económico, la valoración de la bolsa americana y la conveniencia o no de invertir en materias primas.

En cuanto a la realidad de la economía, la situación no dista mucho de la de hace un año: sigue habiendo un crecimiento económico sincronizado en las

principales economías mundiales, aunque sea escaso, y acompañado por un muy bajo nivel de inflación. Los resultados corporativos en 2018 han seguido aumentando a ritmos incluso superiores a los de 2017.

Por su parte, la Fed ha seguido subiendo tipos de interés al igual que hizo el año pasado, resultando un mayor aplanamiento de la curva pero sin llegar a producirse la temida inversión de la curva – que la rentabilidad del bono a 2 años supere la del 10 años.

En cuanto al ciclo económico, tal como decíamos el año pasado, es uno de los más largos de la historia, y a pesar que cada vez hay más consenso sobre la proximidad de su fin, aún no se están dando las situaciones que generalmente desencadenan las recesiones: shocks externos, subidas agresivas de tipos de interés o desequilibrios económicos. La fecha esperada de la recesión (2020-2021) no ha cambiado significativamente respecto la del año pasado.

Respecto a la inflación, también igual que el año pasado, sigue sin hacer acto de presencia, y la estabilidad de los ULC (costes laborales) en Estados Unidos, junto con la moderación en el precio del petróleo, hace pensar que no subirá rápidamente en el corto plazo.

Por lo tanto, el escenario económico que dibujábamos hace un año se ha cumplido en su mayor parte, e incluso el marco político también se ha materializado: el año pasado ya considerábamos que había una alta probabilidad que el partido republicano perdiera el control de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos frente al partido demócrata, y ya nos preocupaba el riesgo político italiano en Europa.

Y respecto a los tipos de interés, el cambio en la rentabilidad del Treasury a 10 años ha pasado del 2,3% al cierre de 2016, al 2,4% con que cerraba 2017 al 2,7% con que ha cerrado 2018: difícilmente puede decirse que se haya



producido un cambio significativo en el ciclo de caída de tipos de interés de 30 años que empezó en 1981 al 15,8%. Una de nuestras máximas preocupaciones, y que acabábamos desestimando, no se ha materializado.

Y sin embargo, si las previsiones económicas han sido acertadas y el año económico ha sido prácticamente idéntico a 2017, ¿por qué 2018 ha sido un año en que ninguna clase de activo ha conseguido ganancias? ¿En qué decisiones de inversión hemos cometido los mayores errores? Y en especial, ¿cómo debemos invertir nuestra cartera en 2019?

Performance Attribution

Por categorías de activos en las carteras de nuestros fondos, la renta variable japonesa ha sido la de peor comportamiento durante el año 2018, con una pérdida total de cerca del -24% (en euros), seguida de la renta variable europea y emergente, con una pérdida de cerca del -13% en ambos casos. Las posiciones en renta variable americana en cartera han cerrado el año con una pérdida del -3,5%.

De estas posiciones, en bolsa japonesa hemos conseguido un mal resultado respecto al índice, que sólo se dejaba un -15%, pero la exposición en bolsa japonesa en nuestros fondos es mínima, mientras que donde tenemos más exposición el comportamiento de nuestra selección de valores y fondos ha añadido valor: nuestras posiciones en bolsa americana se han dejado un -3,5% contra un -6,2% del S&P 500 y en bolsa europea hemos perdido un -13% contra un -18,4% del Eurostoxx 50 y un -17,4% del Stoxx 600.

Sin embargo, donde nuestras posiciones han sufrido más ha sido en el componente de renta fija, puesto que su comportamiento, lejos de estabilizar las carteras, ha restado valor.

En particular, el alza de los tipos de interés en Estados Unidos, especialmente por la acción de la Reserva Federal subiendo los tipos de intervención, ha implicado un incremento de rentabilidad en el bono americano a dos años, que incluso ha amenazado de invertir la curva de tipos de interés.

Este incremento de rentabilidades en Estados Unidos ha tenido su principal repercusión en un encarecimiento del dólar, que además de rentabilidades más altas se veía impulsado por un mayor crecimiento en Estados Unidos y un discurso en el ámbito de comercio global que favorecía su apreciación.

Un dólar fuerte, por otro lado, es especialmente delicado para los países emergentes, en especial los que están endeudados en esta divisa y los exportadores de materias primas, que al apreciarse el dólar veían como las materias primas que ellos exportan se depreciaban.

En el ámbito de la renta fija, los bonos emergentes han sufrido caídas del nivel del -7,9%, mientras que la renta fija subordinada ha retrocedido un -5,1%, más influenciada por la falta pendiente de la curva de tipos de interés y los bajos márgenes del sector financiero.

Incluso posiciones conservadoras como el *high yield* a corto plazo han sufrido una penalización del -1,8%, sin que se haya producido un incremento de defaults en estas posiciones.

Finalmente, la inversión alternativa, cuyo objetivo es añadir diversificación a las carteras, también ha contribuido negativamente al comportamiento de las carteras de nuestros fondos, con una caída del -2,8%.

En resumen, 2018 puede pasar a la historia por ser el primer año donde todas las categorías de activos han resultado en pérdidas. Nuestro objetivo es maximizar la diversificación de nuestras carteras para mitigar al máximo el riesgo, pero incluso así, en el entorno que hemos vivido, ha sido imposible



evitar las rentabilidades negativas, siendo más dañino cuanto más conservadora era la cartera, en cuanto las pérdidas en ciertas clases de renta fija han sido en algunos casos superiores a las de ciertos segmentos de la renta variable.

Asset Allocation

Para 2019 seguimos viendo valor en el *allocation* actual de nuestros fondos.

En renta fija, a pesar de las pérdidas sufridas en 2018, seguimos viendo valor en la deuda financiera subordinada, aunque hemos aumentado el control de nuestras posiciones en nuestros fondos perfilados a través de la compra directa de bono. Para poner un ejemplo, un bono perpetuo de BBVA, con cupón del 7% y opción de amortización en febrero de 2019 tiene una rentabilidad a vencimiento del 8,3% y una rentabilidad a la call del 3,1%. A pesar del atractivo de este bono, en 2018 su cotización cayó un -5,2%, y pensamos que mantener este tipo de posiciones tiene mucho sentido.

En renta fija emergente las pérdidas han sido también notables, y en función del producto elegido pueden haber oscilado entre el -5% y el -8%. Un ejemplo lo tendríamos también en una emisión en cartera de la petrolera mexicana PEMEX, cuya penalización en 2018 es cercana al -7%, cuando se trata de un bono de categoría de inversión (rating BBB), emitido en euros y cuya rentabilidad anualizada es del 3,7% con vencimiento dentro de cuatro años.

En ambos casos, consideramos que las pérdidas sufridas en 2018 deben recuperarse, y para el nuevo inversor suponen una gran oportunidad que debe aprovecharse.

Tampoco creemos que la rentabilidad actual de la deuda alemana sea sostenible en el tiempo, especialmente en el tramo de los cinco años. Por esta razón, mantendremos la posición abierta en 2018 de venta de deuda alemana

en todos los tramos de la curva y especialmente en el 5 años, a través de la venta de futuros sobre el Bobl alemán. La rentabilidad al cierre de 2018 del bono alemán a dos años era del -0,61%, la del cinco años del -0,31% y la del diez años del 0,24%.

En deuda americana, ya no vemos tan atractivo el corto plazo, especialmente para el inversor en euros: supone una inversión muy arriesgada dada la cotización actual del dólar, puesto que cualquier depreciación de la moneda americana –que tiene altas probabilidades de producirse si los tipos de interés se relajan- podría más que superar la rentabilidad de un bono a corto plazo.

El bono a 10 años, por otro lado, ofrece unas rentabilidades que hacen poco atractiva la inversión, que se basaría únicamente en la esperanza que la caída de rentabilidades –y consiguiente subida de precios- compensara la potencial depreciación del dólar.

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	

En cuanto a la renta variable, la reciente corrección del cuarto trimestre de 2018 ofrece una oportunidad de inversión interesante, especialmente si ya

partíamos de considerar que era apropiado invertir en renta variable en 2018 (considerábamos y seguimos considerándola la clase de activa más atractiva en valoración).

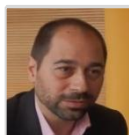
Además, si los riesgos que han estado pesando sobre los mercados en 2018 finalmente se desvanecen, con el nivel de beneficios corporativos actuales tenemos margen para conseguir rentabilidades interesantes, especialmente durante el primer semestre del año.

Para el segundo semestre existen posibilidades que se produzca una ralentización de los resultados empresariales, especialmente si los costes laborales empiezan a pesar en sus cuentas de resultados.

Geográficamente, consideramos reducir exposición a Estados Unidos, o como mínimo reducir el riesgo dólar de nuestras carteras.

Sin embargo, si realmente se ha tocado un techo en el tipo de cambio del dólar, las grandes multinacionales norte-americanas podrían beneficiarse a través de sus balances globales que incorporarían posiciones contabilizadas en divisas que se revalorizan respecto sus divisas base.

Los principales beneficiarios serían, pero, los mercados financieros y las divisas de los países emergentes, especialmente los exportadores de materias primas y los endeudados en dólares. Del mismo modo que la apreciación del dólar los perjudicó en 2018, una depreciación en 2019 podría generar rentabilidades importantes.



Josep Bayarri
Arquia Banca
@BayarriMarkets

Fuentes: Bloomberg.