

MERCADOS

1^{er} TRIMESTRE 2019





Keep Calm and Carry On

En el Outlook 2019 publicado al cierre de cuarto trimestre de 2018 planteábamos una situación de incertidumbre en los mercados donde los principales riesgos que soportaba la economía consistían en un error fatal de la Fed en la gestión de su política monetaria, un recrudecimiento de la guerra comercial, y un mal desenlace del Brexit, mientras que los principales puntos a favor de aumentar la exposición se basaban en los atractivos precios de los mercados tras un trimestre de caídas e indicadores de sentimiento de mercado de extrema negatividad, con el potencial de un rebote en el corto plazo.

También incidíamos que si somos inversores a largo plazo, debemos prestar atención en los fundamentales y no dejarnos llevar por las tensiones puntuales en los mercados.

Y finalmente, advertíamos que los bajos costes laborales unitarios y el precio del petróleo nos hacían decantar hacia una política monetaria por parte de la Fed mucho más laxa, y por lo tanto en contra del potencial 'error' que planteábamos como uno de los principales riesgos que teníamos encima de la mesa.

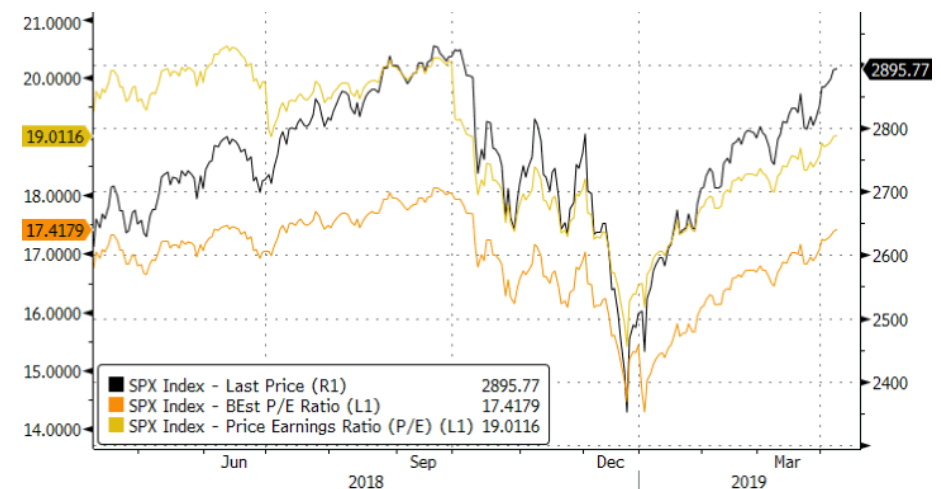
Tras esta recapitulación, la situación en la que nos encontramos es la de estar experimentando un *rally* sin precedentes históricos, con un índice S&P 500 que acumula una rentabilidad del +13,1%, un Eurostoxx 50 que acumula un +11,7% y el Nikkei 225 que se revaloriza un +6%. Hemos pasado del peor diciembre desde 1931 al mejor arranque de año desde 1991.

El primer punto que nos toca analizar en este trimestral es, pues, las razones de este mercado alcista, y en segundo lugar su sostenibilidad.

En cuanto al primer punto, el *rally* bursátil del primer trimestre del año se ha basado en una expansión de múltiplos, o dicho de otra manera, en un crecimiento del ratio P/E o PER. Esta situación se traduce como un movimiento al alza de los mercados basado en una desaparición del sentimiento de riesgo de los inversores, pasando a aumentar el numerador del ratio (precio) sin que aumente el denominador (beneficios). El movimiento alternativo sería pues una subida en bolsa con un ratio P/E constante que implica que el precio de las acciones sube proporcionalmente al crecimiento de beneficios corporativos.

En el siguiente gráfico se muestra la caída bursátil del S&P 500 del cuarto trimestre de 2018 acompañada por una caída de múltiplos (el ratio P/E pasa de 18x a 14,5x), y la posterior recuperación hasta niveles de P/E de 17,4x.

S&P 500 vs P/E Estimado vs P/E Histórico





Así pues, nos encontramos en el primer escenario, un *rally* por expansión de múltiplos, y resulta básicamente de la desaparición de los principales riesgos que asumimos en el cuarto trimestre de 2018.

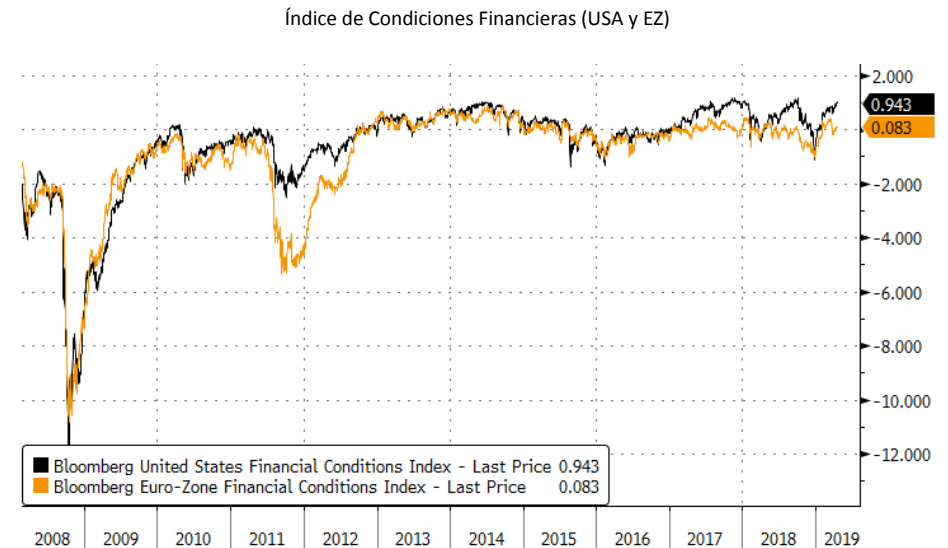
Resumidos:

- Más subidas de tipos de interés por parte de la Fed
- Apreciación del dólar norte-americano
- Tipos de interés a largo plazo más elevados
- Guerra comercial
- Caída del crecimiento

De estos cinco factores, en lo que llevamos de año hemos visto como la *Fed* ha dado marcha atrás en su estrategia de *QT*, basándose en la falta de inflación en la economía norte-americana (tal como avanzábamos). También hemos visto como el dólar norte-americano se estabilizaba, dando un respiro a los mercados emergentes, y hemos visto también como los tipos de interés a largo plazo caían incluso hasta el punto de invertirse la curva de tipos de interés. Finalmente, la guerra comercial abierta con China muestra cada vez más signos de poder acabar en una situación satisfactoria para todos.

De estos factores, el 60% de los inversores encuestados por una de las principales compañías de análisis de Estados Unidos citaban al fin de las subidas de tipos de interés como la principal explicación de las ganancias del primer trimestre, y ha sido así tanto en Estados Unidos como en Europa, que tras el movimiento de la Fed se apresuró en seguirlo para evitar una apreciación del euro. Como decíamos, los bajos costes laborales unitarios derivados del incremento de la oferta laboral en Estados Unidos supone un freno al riesgo inflacionario, y la constatación de este hecho por parte de la Fed se ha traducido en una fuerte mejora de las condiciones financieras en

EE.UU., que han pasado de ser negativas (indicando una crisis inminente) a positivas.



Como decíamos, explicados los argumentos tras la reciente subida en los mercados, conviene analizar la sostenibilidad de esta tendencia. Y en este punto va a ser clave la evolución de los PMI, el crecimiento económico global, y las perspectivas de beneficios corporativos.

Lo cierto es que a pesar del movimiento alcista en todos los mercados, las perspectivas que avanzamos en enero de niveles de crecimiento más moderados no han cambiado. Los indicadores avanzados, o *soft data* siguen siendo muy negativos y apuntan a un ISM manufacturero que puede caer por debajo de 50 a lo largo del año, hecho que generalmente implica que el crecimiento vaya a ser negativo. Además, esta situación es coherente con el hecho que hayamos estado experimentando un ciclo de tipos alcista por parte

de la Fed, puesto que en todos los ciclos alcistas el ISM acaba situándose por debajo de 50.

En general, en el 90% de los casos, un indicador ISM manufacturero por debajo de 50 viene acompañado de caídas en los beneficios corporativos, que son en estos momentos nuestra principal preocupación, como el hecho que en los últimos meses las estimaciones de estos beneficios han ido cayendo.

Resumiendo, del mismo modo que a finales de diciembre manteníamos la cabeza fría ante la caída de los mercados, debemos hacer lo mismo en los momentos de euforia. La situación no ha cambiado en los últimos meses y si en diciembre decíamos que no era tan mala como los mercados señalaban, ahora insistimos que tampoco es tan buena como las subidas bursátiles podrían hacer pensar. La realidad es que la situación es compleja, la economía se está debilitando, y podríamos ver caídas de beneficios en el corto plazo, a pesar que la recesión siga lejos y aún tengamos capacidad de alcanzar nuevos máximos. Y China tiene un programa de estímulos que aún está ofreciendo sólo sus primeros resultados.

Por todo esto, si no se producen cambios en la situación descrita, para este año prevemos mantener las carteras invertidas y la exposición a renta variable a nivel neutral, pero siguiendo con el proceso de rotación que iniciamos en el cuarto trimestre de 2018 para reducir la exposición a los sectores más cíclicos y aumentarla en aquellos sectores menos sensibles al ciclo económico, o dicho de otro modo seleccionando valores con niveles de beneficios más estables.

Inversión de la curva de tipos de interés

Después de meses hablando de la posibilidad de una inversión de la curva de tipos de interés norte-americana, finalmente el día 27 de marzo la rentabilidad del bono Treasury a 10 años pasó a ser inferior a la de la letra a 3

meses...durante un día. Y la curva de tipos de siempre se invierte antes de una recesión.

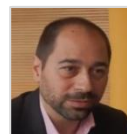
La explicación de este movimiento sería el resultado de las señales emitidas por la *Fed* en cuanto a que el ciclo de alzas de tipos de interés estaría finalizado.

Sin embargo, como también hemos comentado en el pasado, este hecho no determina el *timing* de la recesión, ni el momento exacto en que la bolsa va a alcanzar su valor máximo.

Las últimas cinco recesiones se han producido entre 10 y 45 meses después de la inversión de la curva, y los mercados bursátiles han generado siempre rentabilidades positivas después de la inversión de la curva, para empezar a caer con la llegada de la recesión.

En este caso, las previsiones para la llegada de la siguiente crisis, poniendo en juego también otros 11 indicadores para realizar la previsión, situarían su inicio como muy pronto durante el segundo semestre de 2021.

En consecuencia, la inversión de la curva de tipos es una señal más para mantener la prudencia y no dejarnos llevar por el sentimiento de mercado, que en los últimos meses hemos visto como pueden pasar de la claudicación total al entusiasmo descontrolado. Keep calm and carry on. Mantén la calma y sigue adelante.



Josep Bayarri
Arquia Banca
@BayarriMarkets



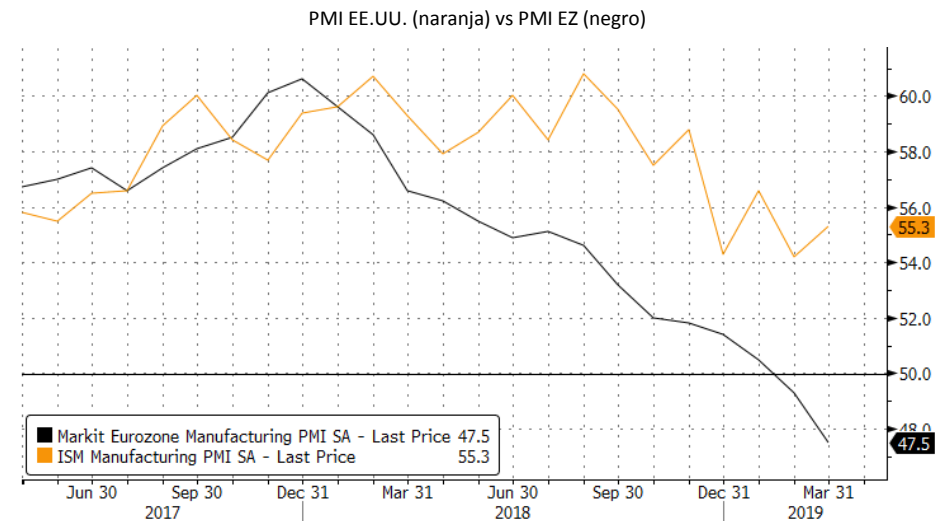
La visión de nuestra banca privada

Tras el demoledor cierre de ejercicio (hay que remontarse hasta el año 1931 para encontrar otro mes de diciembre tan negativo para los mercados financieros como el vivido el pasado año), el excelente comportamiento registrado durante el primer trimestre (enero, en contraposición a diciembre, fue el mejor enero de los últimos 30 años) ha ayudado a ‘lavar’ la cara de los principales índices de referencia y en muchos casos a borrar la totalidad de las pérdidas registradas por los inversores en 2018. Unas políticas monetarias más acomodaticias por parte de los bancos centrales a ambos lados del Atlántico han sido nuevamente el gran revulsivo de los mercados.

Desde comienzos de año y hasta el momento actual, la actualidad económica ha estado marcada por las distintas decisiones adoptadas tanto por la Reserva Federal norteamericana como por el Banco Central Europeo, las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, el Brexit y la publicación de unos datos macro que confirman la moderación del crecimiento en la zona euro, pero que muestran que la economía norteamericana está lejos de entrar en recesión y apuntan a una mejora del crecimiento en China y Japón.

En cuanto a la política monetaria, factor decisivo en el devenir de los mercados, el giro más radical vivido en este primer trimestre del año ha sido, sin duda, el dado por la Reserva Federal norteamericana. Si en el tercer trimestre de 2018, la Fed sorprendía negativamente a los mercados subiendo tipos cuando todos esperaban que los mantuviera, en esta ocasión ha sorprendido con su decisión de retrasar la próxima subida hasta el año 2020. El Banco Central Europeo también ha anunciado que no tiene ninguna prisa en comenzar a subir tipos y lo mismo sucede con el Banco de Japón y el Banco Popular de China.

Otro de los motores del mercado ha sido la ‘relativa’ relajación en las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos. Este, sin embargo, es un punto que no parece que vaya a llegar a una solución definitiva en el corto plazo, máxime si tenemos en cuenta que el Sr. Trump está dispuesto a abrir nuevos frentes, en este caso con la imposición de aranceles comerciales a las importaciones de automóviles europeos y otros productos. Algo que, sin duda, seguirá generando incertidumbre en el corto y medio plazo tanto en la evolución de la economía europea como en el comportamiento de los distintos activos.



Respecto a los datos macro, señalar que vuelve a darse cierta divergencia entre lo que está sucediendo en la economía norteamericana y la eurozona. Mientras que en Estados Unidos, los últimos indicadores de ISM y creación de empleo conocidos muestran una economía fuerte y alejan, por el momento, el fantasma de la recesión, en la eurozona todos los datos confirman la moderación en el crecimiento. Los principales centros de estudios de la economía de Alemania

han recortado de manera conjunta sus pronósticos de crecimiento económico para 2019 a menos de la mitad. Los institutos proyectan ahora que la economía alemana crecerá un 0,8 % este año, frente al pronóstico del otoño pasado, del 1,9 %.

En cuanto a España, si bien los distintos organismos nacionales e internacionales han revisado a la baja las previsiones de crecimiento, el índice PMI del sector manufacturero de marzo muestra un leve repunte respecto a los datos de febrero y se sitúa de nuevo por encima de 50 puntos (nivel que marca recesión) con una observación de 50,9.

También son positivas las noticias a cierre de marzo que nos llegan desde China. La actividad en el sector manufacturero registró una expansión superior a las previsiones (de 49,9 puntos en febrero se ha pasado a 50,8 puntos en marzo), aunque dentro de un entorno de moderación del crecimiento que ha llevado al Gobierno a anunciar nuevas medidas de estímulo.

En cuanto a las estimaciones de crecimiento de beneficios empresariales (tras los niveles alcanzados por los principales índices en este primer trimestre del año son una pieza clave para determinar si aún existe o no recorrido en bolsa), han registrado cierta estabilización en el mes de marzo tanto en Estados Unidos como en Europa (revisión a la baja en 2019, pero al alza en 2020), finalizando el mes en niveles de 3,7% y 5,7% para 2019.

Todo ello ha incidido en una mejora del sentimiento inversor (actualmente el reloj que elabora CNN y que refleja el miedo-euforia de los inversores se encuentra en la zona verde), que, sin embargo, no se está traduciendo en una mayor apuesta por activos de riesgo.

A lo largo de todo el trimestre, hemos visto como los flujos de dinero están saliendo de la renta variable para dirigirse hacia monetarios y renta fija. La postura más flexible por parte de los bancos centrales ha supuesto un nuevo

impulso para los activos de deuda, tanto pública como corporativa y tanto con calificación de *investment grade* como *high yield*. Y ello, unido a la huida de los inversores de los activos de riesgo tras las correcciones registradas en diciembre, está propiciando una mayor entrada de dinero en los mercados de deuda.

Según los datos publicados por JP Morgan, en el mes de marzo salieron de fondos de renta variable 6.300 millones de dólares al mismo tiempo que entraron 3.900 millones en los mercados de deuda y 36.500 millones de dólares en monetarios.

Índice de Miedo&Codicia de CNN Money



Respecto a nuestra estrategia, señalar que lo sucedido en los últimos meses nos reafirma en lo importante que es, a la hora de gestionar nuestros ahorros, contar con una buena diversificación, mantener la calma en momentos de mayor volatilidad y ser pacientes con los productos seleccionados si realmente cuentan con una gestión de calidad.



Para gestionar la parte más conservadora de la cartera seguimos apostando por fondos globales de renta fija, principalmente corporativa, de corto y medio plazo que cuenten con una gestión activa.

En un momento en el que la renta fija ofrece muy pocas alternativas rentables, buscaremos gestoras que traten de aprovechar el precio de determinados activos de deuda sin que esto suponga asumir niveles de riesgo excesivos.

Mantenemos, además, nuestra apuesta por fondos mixtos de renta variable que, invirtiendo en los mercados de acciones que más nos gustan ahora mismo, adopten una estrategia flexible y conservadora tanto en sus inversiones en renta fija como en renta variable.

En cuanto a la inversión en renta variable, por el momento del ciclo económico mundial en el que nos hayamos, daremos especial relevancia a aquellos fondos que inviertan en compañías de calidad, con balances saneados, que no estén caras y muy endeudadas y que, en paralelo, tengan un buen retorno por dividendo y consistente en el tiempo.

Pensamos que mientras no se deterioren excesivamente los fundamentales económicos mundiales o que la Fed retome su intención de subir los tipos de interés de referencia a un “entorno normal” que, para ellos, sería del 3%, aún hay compañías cuyas acciones ofrecen valor en estos instantes.

Por zonas geográficas, nos gustan:

1.- Estados Unidos. Aunque es uno de los mercados que por valoración quizás sea de los menos baratos, cuenta con una economía fuerte y unas empresas que continúan logrando, en general, buenos resultados. Aunque este año sean, previsiblemente, menores que los de los dos/tres últimos ejercicios.

2.- Zona euro. A pesar de la desaceleración de la economía y el riesgo del Brexit no está especialmente cara.

3.- Emergentes. El tono moderado de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo ha impulsado de forma sustancial los mercados emergentes en lo que va del año. La política de estímulo de las autoridades chinas y las positivas negociaciones sobre el comercio entre China y Estados Unidos también han impulsado la confianza.

En un horizonte de medio plazo sin remuneración al ahorro vía depósitos tradicionales, y con las rentabilidades en mínimos, la renta variable mantiene su atractivo.



Arquia Profim Banca Privada
@mbarrero1



Mercados

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	4Q18	1Q19
REIT 19,7%	Small Cap 32,4%	REIT 28,0%	RV Growth 3,1%	Mat Primas 12,9%	RV Emerg 37,3%	RF Aggr -1,0%	RF Aggr 1,4%	REIT 17,2%
RV Emerg 18,2%	RV Desarr 26,7%	RV Growth 6,1%	REIT 2,8%	Small Cap 12,7%	RV Growth 28,0%	REIT -4,0%	Mat Primas -1,4%	RV Growth 14,8%
Small Cap 17,5%	RV Growth 26,7%	RV Desarr 4,9%	Small Cap -0,3%	RV Value 12,3%	Small Cap 22,7%	Mat Primas -5,4%	REIT -6,1%	Small Cap 13,7%
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 -6,7%	RV Emerg -7,5%	RV Desarr 12,5%
RV Desarr 15,8%	REIT 2,9%	Small Cap 1,9%	RF Aggr -2,7%	RV Desarr 7,5%	RV Value 17,1%	RV Desarr -8,7%	RV Value -11,3%	RV Value 10,2%
RV Value 15,5%	RF Aggr -2,6%	RF Aggr 1,7%	RV Value -4,8%	REIT 8,6%	REIT 8,7%	RV Value -10,8%	RV Desarr -13,4%	RV Emerg 9,9%
RF Aggr 4,1%	RV Emerg -2,6%	RV Emerg -2,2%	Mat Primas -14,4%	RV Growth 2,8%	RF Aggr 7,0%	Small Cap -13,9%	RV Growth -15,4%	Mat Primas 4,2%
Mat Primas 0,4%	Mat Primas -5,7%	Mat Primas -4,1%	RV Emerg -14,9%	RF Aggr 2,2%	Mat Primas 2,2%	RV Emerg -14,6%	Small Cap -17,7%	RF Aggr 2,3%

Tras un volátil y fatídico 2018, los mercados han tenido un excelente comienzo de ejercicio.

A estas alturas llevamos ya un trimestre a nuestras espaldas, un trimestre que ha resultado muy positivo para todos los activos de riesgo en términos generales, tanto para la renta fija como para la renta variable.

En el último informe estratégico publicado en enero, en el que dábamos nuestras previsiones de los mercados para 2019, ya mencionamos nuestra visión moderadamente positiva para los activos de riesgo. Pero estas subidas tan fuertes y en tan breve período de tiempo han superado nuestras previsiones y han permitido que vivamos el mejor trimestre bursátil de los últimos diez años.

Renta Variable

Los principales índices a nivel global, con la excepción del Nikkei japonés y el FTSE100 británico, se han anotado plusvalías de doble dígito durante los tres primeros meses del año.

Los mercados norteamericanos han continuado mostrando una gran fortaleza a lo largo del primer trimestre, con plusvalías superiores al +13% para S&P 500 y próximas al +17% para el Nasdaq, ligeramente mayores si consideramos como divisa base el euro (debido a la apreciación del dólar frente al euro).

La renta variable norteamericana tuvo un mejor comportamiento relativo durante 2018 que el resto de mercados y este 2019 sigue manteniendo el buen tono. No debemos pasar por alto que en el caso la bolsa norteamericana, nos encontramos muy cerca de superar de nuevo sus máximos históricos. A fecha de la redacción de este informe nos encontramos sólo un 2% por debajo de los máximos del S&P500 de septiembre de 2018.

En Europa las apreciaciones han resultado también muy significativas.

Los principales índices han cerrado el trimestre con plusvalías comprendidas entre el +8 y el +16%. Justamente, el índice MIB italiano ha sido el que ha logrado cerrar el trimestre con mayores revalorizaciones. En el otro lado de la moneda, destacamos el índice FTSE100 británico, que ha mostrado peor comportamiento relativo por la incertidumbre que sigue generando el brexit sobre la economía del Reino Unido. En cuanto al Stoxx 600, el índice más representativo, ha cerrado el trimestre con una revalorización superior al +13%.

En términos de valoración los mercados de renta variable europeos siguen negociando con descuento en relación a sus homólogos norteamericanos.



Mientras que el S&P 500 y el Nasdaq cotizan en niveles de 19 y 33 veces beneficios, respectivamente, el Stoxx 600 se sitúa a niveles más atractivos: 17x.

	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Time	%Ytd	%YtdCur
1) Americas							
11) DOW JONES		26198.38	+269.70	+1.04%	18:59	+12.31%	+14.91%
12) S&P 500		2859.48 d	+25.08	+0.88%	18:44	+14.07%	+16.71%
13) NASDAQ		7813.00	+83.68	+1.08%	18:59	+17.75%	+20.48%
14) S&P/TSX Comp		16209.30 d	+107.21	+0.67%	18:39	+13.17%	+18.50%
15) S&P/BMV IPC		43693.54 d	+412.26	+0.95%	18:39	+4.93%	+9.84%
16) IBOVESPA		96621.00 d	+1206.45	+1.26%	18:44	+9.94%	+12.79%
2) EMEA							
21) Euro Stoxx 50		3385.38 d	+33.67	+1.00%	17:50 c	+12.79%	+12.79%
22) FTSE 100		7317.38 d	+38.19	+0.52%	17:35 c	+8.76%	+14.47%
23) CAC 40		5405.53 d	+55.00	+1.03%	18:05 c	+14.27%	+14.27%
24) DAX		11681.99 d	+155.95	+1.35%	18:30 c	+10.64%	+10.64%
25) IBEX 35		9341.70 d	+101.40	+1.10%	17:38 c	+9.39%	+9.39%
26) FTSE MIB		21520.25 d	+234.12	+1.10%	17:36 c	+17.44%	+17.44%
27) OMX STKH30		1580.33	+26.91	+1.73%	17:35 c	+12.18%	+9.42%
28) SWISS MKT		9538.11 d	+60.27	+0.64%	17:55 c	+13.15%	+13.80%
3) Asia/Pacific							
31) NIKKEI		21509.03 d	+303.22	+1.43%	08:15 c	+7.47%	+8.24%
32) HANG SENG		29562.02 d	+510.66	+1.76%	10:08 c	+14.38%	+16.76%
33) CSI 300		3973.93 d	+101.59	+2.62%	09:00 c	+32.00%	+38.41%
34) S&P/ASX 200		6216.96	+36.23	+0.59%	04/01 c	+10.10%	+13.65%

Creemos que estos avances generalizados de la renta variable se han producido por diferentes factores:

- Unos elevados niveles de sobreventa en noviembre y diciembre,
- Una expansión de múltiplos que se ha producido al calor de los avances en las negociaciones en materia comercial entre EEUU y China.
- La postura tomada por los bancos centrales, aplicando una política monetaria más laxa dados los flojos datos macroeconómicos.

Viendo el excelente comportamiento de los mercados durante los tres primeros meses del año, y el escaso volumen con el que se han materializado

estas subidas, la duda que se nos plantea es si estamos cerca del fin de un rebote táctico de las bolsas.

A nivel geográfico tenemos preferencia por emergentes mientras que nos posicionamos más cautos en las bolsas europeas. Nos parece especialmente atractivo la inversión en renta variable china. Creemos que la segunda economía del mundo podría resultar fortalecida del paquete de medidas fiscales y monetarias impulsadas por el gobierno. Desde el punto de vista sectorial seguimos apostando por el sector tecnológico (siendo muy selectivos), energía y salud. En cualquier caso tratamos de identificar aquellas compañías con balances sólidos, capacidad de generación de elevados de niveles caja y fuertes perspectivas de crecimiento. En el lado opuesto, seguimos infra-ponderando el sector financiero, especialmente los bancos, ya que en nuestro escenario principal seguimos sin ver en el horizonte subidas de tipos por parte de los Bancos Centrales. Dado la fase avanzada en la que se encuentra el ciclo económico y bursátil hemos ido reduciendo exposición de forma progresiva a sectores más cíclicos y con mayores betas, favoreciendo los sectores más defensivos.

En resumidas cuentas, nuestra visión sobre la renta variable tras estas fuertes y rápidas subidas sigue siendo moderadamente optimista. Creemos que los elevados descuentos en las valoraciones vistos en diciembre ya han desaparecido, pero no por ello dejan de haber oportunidades en el mercado. No obstante, no debemos olvidar los riesgos geopolíticos latentes en el horizonte y no debemos descartar que surja alguna sorpresa negativa. En especial, nos preocupa la infra-valoración que observamos del riesgo de un desenlace adverso del *Brexit*, y sus efectos sobre la economía británica.

Renta Fija

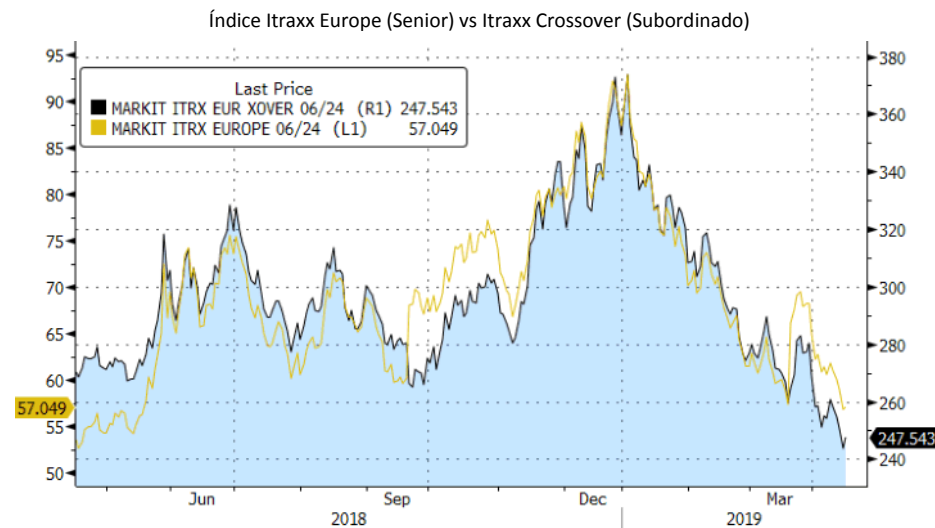
En relación a la renta fija destacaríamos tres hechos relevantes durante el primer trimestre:



- La fiesta de la renta fija privada
- La inversión de la curva de tipos de interés norteamericana
- Los tipos de interés a diez años en la Zona Euro vuelven a negativo

Vayamos por puntos.

En primer lugar, durante los primeros compases del año hemos vivido una auténtica fiesta del crédito, o renta fija privada. Venimos de unos elevados e injustificados niveles de sobreventa durante los últimos meses del año, pero el estrechamiento de los diferenciales ha sido muy significativo y en un período de tiempo muy corto. En el caso del índice Itraxx Main Europe, hemos pasado de niveles superiores a 90 puntos a prácticamente 60 en escasos 3 meses, y en el caso del índice Itraxx CrossOver (*high yield*), el estrechamiento es aún más significativo.



Como consecuencia, estamos implementando una paulatina reducción del riesgo de crédito en nuestras carteras de renta fija. Recogemos beneficios y empezamos a reducir exposición a deuda financiera subordinada y bonos *high yield*. De todos modos, creemos que tiene sentido seguir maneniendo posiciones en renta fija privada en los próximos meses, dados los tipos de interés negativos que está pagando la deuda *core* en euros. Sigue habiendo capacidad para estrechamiento de diferenciales de crédito y por lo tanto mantenemos una exposición relevante al activo, pero vamos rotando las carteras hacia un posicionamiento más defensivo.

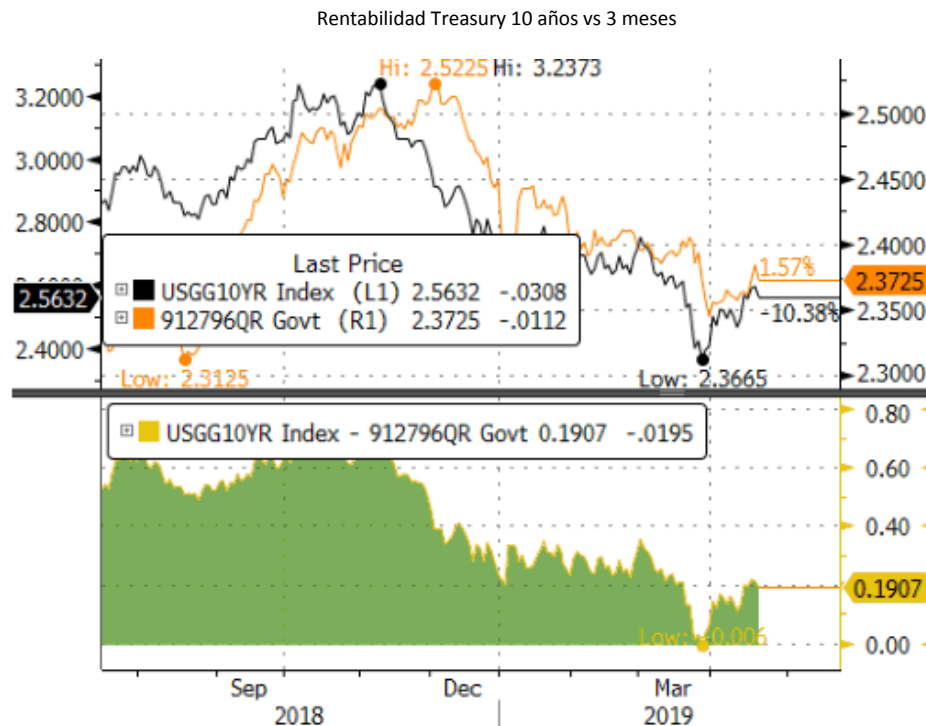
En cuanto a la deuda financiera subordinada seguimos viendo valor por el elevado rendimiento relativo que están pagando actualmente dichas emisiones, y más en un entorno de tipos cero o negativos. Adicionalmente, debemos tener en cuenta que las entidades financieras cada vez están más capitalizadas por los mayores requerimientos de capital por parte de la nueva normativa de Basilea III y también estamos observando una caída generalizada de la morosidad bancaria (*non-performing loans*). Por subclase de activo, a pesar de estar más subordinados en la prelación de pagos, seguimos teniendo preferencia por los AT1 (preferentes bancarias, o CoCos) antes que los bonos LT2, ya que los primeros pagan una prima importante en términos relativos y en el hipotético caso de un evento de crédito, en el caso de tener que utilizar estos bonos para recapitalizar un banco, creemos que ambas clases de activos estarían afectadas.

El segundo punto destacable es la inversión de la curva norteamericana.

La curva de tipos de interés en EEUU se ha invertido por primera vez desde 2007. Normalmente la curva de tipos suele tener pendiente positiva, puesto que en condiciones normales se paga más por un compromiso a largo que uno a corto plazo. Pero no siempre es así, y justo a finales de marzo hemos



observado cómo la curva americana tomaba una pendiente negativa. Es decir, los tipos de interés a diez años se situaban por debajo de los tipos de interés a 3 meses. Esto significa que no existe consenso en la visión sobre los tipos de interés entre la Fed y el mercado, ya que los bancos centrales controlan los tramos más cortos de la curva a través de los tipos de intervención y el mercado el tramo largo en función de sus expectativas sobre crecimiento económico.



Generalmente una curva invertida ha precedido recesiones con una gran fiabilidad. De todos modos, no es una señal que debamos cerrar nuestras posiciones de inmediato: históricamente, desde que el tramo 2-10 se invierte hasta que los mercados de renta variable giran a la baja, suele transcurrir un plazo de entre 12 y 18 meses.

Region	RMI	Security	Price	Chg	Yld	Chg	Yld	Low	Range	High	3M Chg
1) Americas											
10	United States	T 2 ½ 02/29	101-05	-24+	2.492	+8.7		2.366		2.784	-19.2
11	Canada	CAN2 06/01/28	102.657	-0.623	1.686	+7.2	1.531		2.033	-27.7	
12	Brazil (USD)	BRAZIL 12 ¼	158.130	+0.205	5.205	-1.8	4.811		5.572	+11.5	
13	Argentina (USD)	ARGENT5 7/8 28	77.555	+0.404	9.735	-8.2	8.898		10.758	-102.2	
14	Mexico (USD)	MEX4 ½ 04/29	103.338	-0.424	4.092	+5.1	4.005		4.544		
2) EMEA											
20	United Kingdom	UKT1 5/8 10/28	105.264c	-0.487	1.045	+5.2	.983		1.348	-22.8	
21	France	FRTR 0 ¾ 29	101.304c	-0.546	0.369	+5.4	.296		.728	-33.1	
22	Germany	DBR0 ¾ 02/29	102.764c	-0.440	-0.030	+4.4	-.083		.273	-26.5	
23	Italy	BTPS2.8 12/28	102.664c	-0.156	2.503	+1.8	2.443		2.952	-23.3	
24	Spain	SPGB 1.45 29	102.995c	-0.434	1.134	+4.5	1.036		1.508	-27.5	
25	Portugal	PGB1.95 06/29	106.496c	-0.250	1.267	+2.5	1.242		1.814	-43.9	
26	Sweden	SGB0 ¾ 11/29	104.447c	-0.226	0.323	+2.1	.275		.555	-12.1	
27	Netherlands	NETHER0 ¾ 28	106.279c	-0.471	0.071	+4.9	.013		.375	-30.4	
28	Switzerland	SWISS 0 06/29	104.230c	-0.335	-0.405	+3.1	-.480		-.198	-9.6	
29	Greece	GGB3 7/8 03/29	101.478c	+0.205	3.694	-2.5	3.616		4.366	-60.0	
3) Asia/Pacific											
30	Japan	JGB 0.1 12/28	101.823c	-0.140	-0.086	+1.4	-.106		.018	-7.4	
31	Australia	ACGB 3 ¼ 29	113.290c	-0.264	1.798	+2.6	1.722		2.322	-51.5	
32	New Zealand	NZGB 3 04/29	110.784c	-0.289	1.821	+3.0	1.726		2.383		
33	South Korea	KTB2 ¾ 12/28	105.505c	-0.312	1.835	+3.5				+183.5	
34	China	CGB3 ¼ 11/28	101.098c	-0.488	3.117	+5.8	3.052		3.200		

Finalmente, observamos como los tipos de interés a diez años en la Zona Euro han vuelto a terreno negativo, situación que no se daba desde 2016.

Durante los últimos meses, hemos observado también un rally de la deuda pública de los países europeos centrales, especialmente de los tramos más largos. Este movimiento ha venido acompañado de un aplanamiento de las curvas europeas como resultado –creemos- de la incertidumbre existente entre la comunidad inversora sobre la situación de la economía europea.



Adicionalmente en el mes de marzo fuimos testigos de un discurso de los bancos centrales más *dovish* de lo esperado, tanto por parte de la Fed como por parte del Banco Central Europeo.

Como consecuencia, la expectativa de subida de tipos en Europa se ha aplazado hasta bien entrado 2020.



Arquia Gestión SGIC
@moncirach



Asset Allocation

Todas nuestras estrategias de inversión han generado resultados positivos en este primer trimestre del año.

Sin duda, las inversiones en el sector tecnológico han sido las más provechosas, con rentabilidades que superan el +20%, seguidas por nuestras posiciones en renta variable global (+16,5%), bolsa emergente (+14,7%) y bolsa norte-americana (+13,8%). Incluso las posiciones que abrimos en el sector sanitario han ofrecido rentabilidades del +12%.

Por el lado de la renta fija, las posiciones que mantenemos en *high yield* a través de bonos emitidos por Gestamp han conseguido revalorizarse en cerca de un +8%, mientras que las posiciones en deuda subordinada han conseguido ganancias del +4,3% de promedio, pero con bonos como las posiciones en deuda híbrida de la eléctrica francesa EDF que han conseguido revalorizarse más de un +7%. La deuda emergente también ha conseguido anotarse ganancias por encima del +4%, de promedio.

Asset Allocation

La clave que va a determinar la distribución de nuestras posiciones durante este año va a seguir siendo la política monetaria, en cuanto sigamos viendo que el riesgo de inflación está bajo control.

Como decíamos, nuestra estrategia sigue sin cambios respecto a la cantidad de riesgo de renta variable que queremos mantener en nuestras carteras. En efecto, la inversión de la curva de tipos de interés es un indicador de una posible corrección en los mercados, pero en cualquier caso es un indicador muy adelantado y que aun nos deja margen para seguir acumulando rentabilidades durante este año.

Sin embargo, también somos conscientes que la realidad de la economía está cambiando hacia crecimientos más moderados. Seguimos pensando que alguno de los indicadores avanzados está dando datos exageradamente negativos, como es el caso de los PMI manufactureros europeos, donde pesa muchísimo la caída de actividad de finales de 2018 vinculada a los test de emisiones del sector automovilístico alemán y las acciones de los chalecos amarillos en Francia. Pero el trasfondo es efectivamente de una menor vigorosidad en el crecimiento y una potencial disminución de las tasas de crecimiento de beneficios, tanto en Europa como en Estados Unidos.

En resumen, pues, tenemos un escenario de menor crecimiento (negativo), que probablemente implique caídas en las expectativas de beneficios corporativos (negativo), pero que en el caso del crecimiento europeo consideramos que el sentimiento es excesivamente negativo (factor positivo) ante la perspectiva que los estímulos económicos que están poniendo en marcha las autoridades chinas acaben repercutiendo en su crecimiento y por contagio al de los países que mantienen mayores relaciones comerciales con China (positivo). El escenario central es de estabilidad en la política monetaria (positivo) y en los tipos de cambio (positivo especialmente para emergentes).

Ante esta situación, y teniendo en cuenta las rentabilidades acumuladas en lo que llevamos de año, vamos a reducir alguno de los riesgos que más nos preocupan sin disminuir la exposición a renta variable.

En bolsa, vamos a ir moviendo progresivamente las carteras hacia sectores más conservadores, con un sesgo menos cíclico. Dado el punto del ciclo en que nos encontramos, la teoría nos dice que deberíamos posicionarnos en valores estables, sobre-ponderando sanidad y consumo no discrecional, y nuestro *asset allocation* va encaminado en esta dirección. En caso de detectar un riesgo de crisis y correcciones inminentes, reduciríamos exposición a bolsa y moveríamos la cartera hacia sectores defensivos como utilities y REITs.



Geográficamente nos mantendremos neutrales. Estados Unidos es el país con el crecimiento económico más elevado, pero también es que tiene más potencial de caer y el de las empresas cuyas valoraciones son más elevadas, mientras que el crecimiento europeo es anémico, pero tiene ante sí un sentimiento excesivamente negativo y un potencial de crecimiento por contagio chino, puesto que el 20% de las exportaciones europeas se dirigen al país asiático. Finalmente, el escenario para los países emergentes también es benigno tanto por la posibilidad de contagio chino como por el nuevo escenario de estabilidad en tipos de interés y por lo tanto en el tipo de cambio del dólar.

RENDA VARIABLE	● ● ● ○ ○	RENDA FIJA	● ● ○ ○ ○
RV Norteamérica	● ● ● ○ ○	Deuda USA	● ● ○ ○ ○
RV Europa	● ● ● ○ ○	Deuda Euro	● ● ○ ○ ○
RV Japón	● ● ○ ○ ○	RF Privada IG	● ○ ○ ○ ○
RV Emergente	● ● ● ● ○	RF Privada HY	● ● ○ ○ ○
USD	● ○ ○ ○ ○	Deuda Emergente	● ● ● ○ ○

En renta fija también hemos procedido a realizar cambios orientados a la reducción de riesgo.

En particular, se ha reducido de una manera importante la exposición a deuda subordinada y CoCos (preferentes perpetuas bancarias). Mantenemos aún exposición en este tipo de activos a través de posiciones en directo en algunas entidades españolas que ofrecen rentabilidades atractivas, pero en general, tras el rally vivido, este tipo de bonos raramente ofrecen

rentabilidades por encima del 3%, y a estos niveles no es atractivo un valor que por sus características es un híbrido de renta fija y renta variable.

Tras el estrechamiento de spreads, también hemos reducido el peso de la deuda *high yield* hasta prácticamente cero, manteniendo posiciones sólo en bonos en directo de los que conocemos las métricas de riesgo y en deuda *high yield* europea a corto plazo, como alternativa a la liquidez.

	<p>Ramon Cirach Arquia Gestión SGIC @moncirach Ramon Cirach</p>
	<p>Mar Barrero Arquia Profim Banca Privada @mbarrero1 Mar Barrero</p>
	<p>Josep Bayarri Arquia Banca @BayarriMarkets</p>