

# MERCADOS

3<sup>R</sup> TRIMESTRE 2019



## Estrategia hasta 2020

Si dentro de unos años se nos ocurre mirar las rentabilidades de los activos financieros durante los 9 primeros meses de 2019 será fácil decir que fue un año fácil.

Las rentabilidades de gran parte de los índices de renta variable han alcanzado los dos dígitos, y los mercados en pérdidas son la excepción. El S&P 500 ha alcanzado una rentabilidad *total return* (incluyendo dividendos) del +20,6%, mientras la bolsa europea ha subido un +22,9% y la española un +11,4%. Algo parecido ha sucedido con la renta fija: todas las categorías de bonos ofrecen rentabilidades positivas, desde la deuda pública al *high yield*, y con cifras que no son nada despreciables: desde el +3,6% en fondos tan conservadores como el Camignac Sécurité, hasta rentabilidades del +9% en el Candriam Euro High Yield y del +10% en el Lazard Capital (que invierte en preferentes bancarias y similares). Incluso en materias primas, con la excepción de *base metals* y *commodities* agrícolas, las rentabilidades son positivas.

Pero como en todos los aspectos de la vida, la distancia hace que no prestemos atención a los detalles, y en los mercados financieros los detalles están en el día a día. Que ha sido de todo menos fácil.

En primer lugar, la evolución de los mercados no ha sido una línea recta.

Empezamos el año con un comportamiento excelente durante los cuatro primeros meses, primero compensando las pérdidas del último trimestre de 2018 y después entrando en zona de ganancias. Pero a partir de mayo, la situación no ha sido tan clara, y los mercados han entrado en una fase de lateralidad que ha convivido con un incremento de la volatilidad en los todos los índices de renta variable.

Durante este año hemos seguido los vaivenes de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, y la perspectiva que el conflicto se traslade otra vez a Europa. En la misma Europa, hemos visto como la fecha del Brexit sigue acercándose en un clima cada vez más complejo con la llegada de Boris Johnson al 10 de Downing Street tras la dimisión de Theresa May en julio. A nivel global, las tensiones van al alza, con el jaque que está experimentando el gobierno chino en Hong Kong, el ataque chiíta con drones a la infraestructura petrolera saudita, e incluso los intentos de comprar Groenlandia a la pacífica Dinamarca por parte del Presidente Trump.

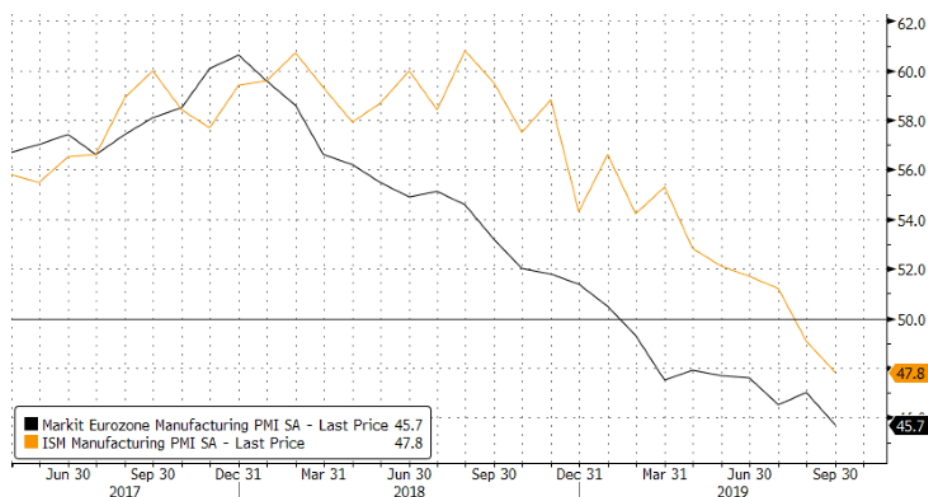


Desde nuestra perspectiva, los datos económicos que más nos preocupan – y que los mercados parecen ignorar- son la creciente debilidad del crecimiento

económico mundial y el continuo empeoramiento de las expectativas empresariales.

Los indicadores económicos avanzados llevan más de un año en tendencia negativa, con el PMI manufacturero norte-americano que baja de niveles de 60,8 en agosto de 2018 hasta 47,8 este septiembre, y el PMI manufacturero de la zona euro que desde diciembre de 2017 cae mes tras mes desde 60,6 a 45,7 este mes de septiembre (valores por debajo de 50 indican recesión).

PMI Manufacturero Eurozona-EE.UU.



Es más, el componente de nuevas órdenes del ISM norteamericano, que equivaldría al componente más avanzado del indicador, está mostrando también valores por debajo de 50 desde agosto, con una observación en septiembre de 47,3.

Estos indicadores avanzados se distinguen por tener una muy alta correlación con los resultados empresariales, y formarían parte de los indicadores que evolucionan simultáneamente con la bolsa. Dicho de otro modo, cuando el PMI manufacturero cae, lo normal es que caigan los beneficios y la bolsa, todo al mismo tiempo. También son un indicador, avanzado en este caso, del ciclo económico, que equivaldría a decir que cuando los PMI manufactureros caen, el crecimiento económico también lo hace, aunque con un retraso de meses.

Lo cierto es que en esta ocasión, la caída de PMI no ha venido acompañada de manera simultánea por caídas en beneficios y bolsa. A nuestro entender, esta situación se deriva de que la falta de confianza de los empresarios no se basa directamente en la desconfianza sobre el crecimiento económico sino en el miedo a las consecuencias de la guerra comercial, que se trasladan a la economía real de una manera más lenta.

Sin embargo, aunque con retraso, los efectos de la guerra comercial se van sintiendo en la economía, especialmente en los países con sectores exteriores más importantes, y afecta con especial crudeza a la zona euro y a Alemania en especial. Estados Unidos, aunque esté en el ojo del huracán de la guerra comercial, tiene un sector exterior relativamente pequeño, e incluso China tiene un porcentaje de su PIB proveniente del sector exterior menor al de Alemania.

En cualquier caso, aunque esta vez los PMI tiendan a exagerar la situación económica real, el movimiento es real y las previsiones de crecimiento están empezando. Aunque la bolsa no esté cayendo, el comportamiento de los sectores más conservadores está superando al de los más cíclicos, lo cual es coherente con una creciente sensibilidad de los mercados a lo que están avanzando los indicadores avanzados, y que constituye la base de nuestra estrategia durante todo 2019 y –previsiblemente– los primeros meses de 2020.

## Principales ejes de nuestra estrategia 2019

Los pilares de nuestra estrategia de gestión son los siguientes:

- Exposición a riesgo medio, en base a unas valoraciones más o menos acorde con las valoraciones corporativas a largo plazo.
- Rotación hacia sectores defensivos y compañías con resultados estables y poco sensibles al ciclo: utilities, consumo estable, sanidad, tecnología.

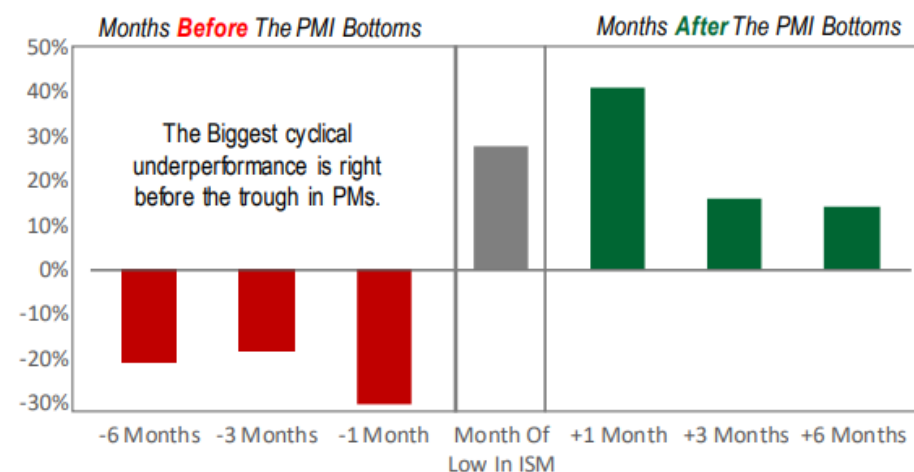
Los argumentos para mantener esta estrategia se basan en dos ejes.

Por lo que hace referencia la nivel de exposición a riesgo, y en particular a bolsa, debemos tener en cuenta que los mercados no tienen unas valoraciones elevadas desde un punto de vista histórico, por lo que no existen razones fundamentales para mantenerse infraponderados (ni sobreponderados). A pesar que los PMI están altamente correlacionados con la bolsa, pensamos que parte de la negatividad del sentimiento empresarial se basa en la guerra comercial, y pueden verse afectados —a favor o en contra— por el desarrollo que ésta pueda tener en los próximos meses. Y también debemos tener en cuenta la palanca de la Fed y el BCE, que en un escenario de empeoramiento de la situación incrementaría sus actuaciones impulsando al mercado.

Debemos también tener en cuenta que en las últimas fases del ciclo económico es donde tienden a alcanzarse los máximos de bolsa, y que nuestro seguimiento del ciclo nos indica que aun no hemos entrado en su fase final, que es donde podrían producirse correcciones importantes.

En resumen: es demasiado peligroso ponerse corto ahora en bolsa.

En cuanto al segundo punto, independientemente de la evolución de los mercados, la caída de beneficios empresariales que acompaña siempre la caída de PMI propicia el mejor comportamiento relativo de los sectores cuyos resultados son más estables, destacando sectores como *utilities*, consumo, sanidad y tecnología. Es más, históricamente los sectores más cíclicos tienden a tener el peor comportamiento en el mes anterior al mínimo de PMI, y a batir a los menos cíclicos a partir de ese mínimo.

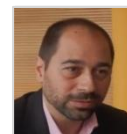


En base a estos puntos, y sobre la base que creemos que aún no se ha alcanzado los mínimos en los indicadores de crecimiento avanzados (PMI), seguimos sobre-ponderando los sectores más defensivos y con betas más bajas, pero con vistas a que en el corto plazo —previsiblemente primer trimestre de 2020— se alcance los mínimos en los PMI y debamos volver a rotar la cartera hacia activos con betas mayores.

Nuestro principal indicador a seguir en los próximos meses va a ser la evolución del mercado laboral norte-americano, que hasta el momento sigue mostrándose sólido. Nuestro argumentario se basa en que mientras el empleo se mantenga sólido, la Reserva Federal considerará que las medidas que debe tomar son sólo de ajuste fino del ciclo económico, y no será necesario rebajar de manera agresiva los tipos de interés. Sin embargo, históricamente los momentos en que el mercado laboral empieza a empeorar coinciden de manera significativa con las correcciones de mercado (gráfico inferior). Sería una señal de recesión inminente, con caídas de resultados y previsiblemente correcciones bursátiles.

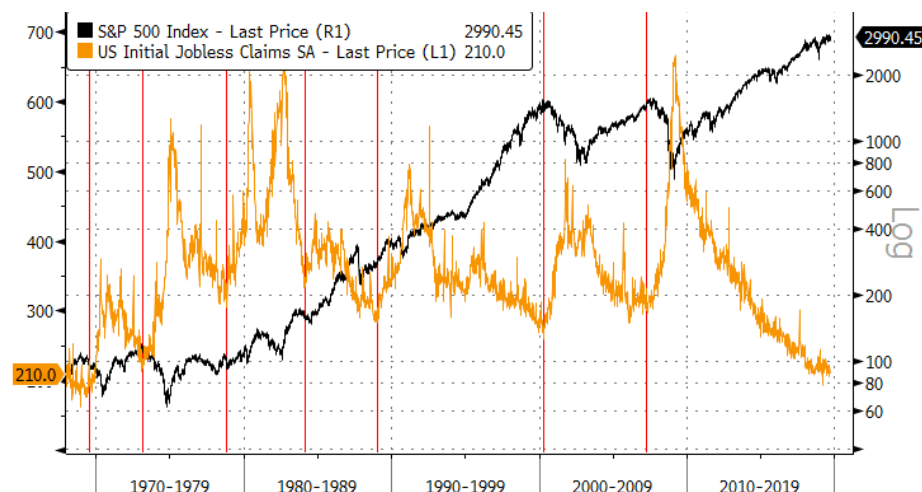
Pero aún no hemos llegado a este punto.

Mientras tanto, pues, nuestra estrategia se mantiene en mantener una exposición media a riesgo, acorde con su valoración, y un sesgo hacia betas bajas, con vigilancia especial sobre mercado laboral norte-americano.



Josep Bayarri  
Arquia Banca  
@BayarriMarkets

S&P 500 vs Peticiones de Subsidio de Desempleo semanales (US Initial Jobless Claims)





## La visión de análisis

Como ya viene siendo habitual, el tercer trimestre del año ha dejado un sabor agri dulce a los inversores. A un plácido mes de julio – los principales indicadores bursátiles americanos volvieron a marcar máximos históricos– le siguió un turbulento mes de agosto –marcado por malos datos de crecimiento en Alemania, recrudecimiento de la guerra comercial, y incremento de las probabilidades de un Brexit no negociado– para concluir el trimestre con un septiembre más tranquilo de lo que esperábamos, y en el que los bancos centrales se han convertido nuevamente en los grandes protagonistas.

En su reunión del 12 de septiembre, el Banco Central Europeo apostó por mantener los tipos de interés de referencia en el 0%, mientras recortaba la tasa de depósito al -0,5%. También anunció la compra de activos (QE) por valor de 20.000 millones mensuales a partir de noviembre y la aplicación de un sistema de *tiering* en favor de los bancos, de forma que parte de los excesos de liquidez en el BCE ya no tendrán que pagar la tasa de depósito negativa (del -0,5%) sino que se remunerarán al 0%. Además se mejoran los términos del TLTRO (tanto en tipos como por el hecho de que ahora se extienden durante 3 años), para garantizar unas condiciones de financiación favorables para los bancos.

Por su parte, la Reserva Federal norteamericana en su reunión del 18 de septiembre decidió bajar los tipos de interés un cuarto de punto para situarlos en la franja del 1,75% - 2%.

Por lo que respecta a la política comercial y la guerra arancelaria que mantiene el gobierno del Sr. Trump con el resto de economías, vimos como se producía cierto recrudecimiento en la dialéctica: el 1 de septiembre Estados Unidos incrementaba las tarifas sobre 112.000 millones de dólares de importaciones

chinas del 10% al 15 y, en represalia, China ponía en marcha aranceles de entre el 5% y el 10% a productos estadounidenses valorados en 75.000 millones.

En cuanto a la evolución macroeconómica, los datos de crecimiento siguen siendo bajos. Los tambores de guerra comercial que nos han acompañado todo el trimestre han deteriorado tanto la producción industrial como las transacciones comerciales, principalmente de China, pero también de Estados Unidos y Europa. El dato de PMI del sector manufacturero de la zona euro se situó en septiembre en el 45,7, frente al 47 marcado un mes antes (anticipando recesión). El PMI del sector servicios se mantiene por encima de 50 (51,6), pero también en claro descenso respecto a los registros de meses anteriores.

En Estados Unidos, el dato de ISM del sector manufacturero (47,8) se ha unido a la inversión de la curva de tipos de interés (en agosto el 2 años del Tesoro americano se situó por encima de 10 años), generando una nueva señal de recesión. Estas señales no son suficientes en sí mismas, pero en el pasado las recesiones en Estados Unidos han coincidido con una caída significativa en el ISM y una curva de rendimientos invertida. Por el momento, la política acomodaticia de la Reserva Federal y un mercado laboral norte-americano con una solidez no vista en los últimos 50 años, compensan esas señales negativas y nos llevan a aplazar las expectativas de recesión hasta 2021-2022.

El cuarto factor desestabilizante de los mercados, el Brexit, también ha generado volatilidad durante este trimestre, en especial por la falta de perspectiva de acuerdo y la dificultad de llegar a un pacto en lo concerniente al establecimiento de una frontera aduanera entre las dos Irlandas.

Pese a todo, el ruido y la volatilidad generados por estos cuatro factores, la gran mayoría de los indicadores de mercados bursátiles desarrollados cierran el trimestre anotándose subidas. La volatilidad (índice VIX) retrocedía desde los niveles de 20-25 alcanzados en agosto hasta el 16,2 a cierre de septiembre. El índice mundial de renta variable ha finalizado el trimestre con una ligera subida

del +1,9%, con las bolsas desarrolladas liderando el movimiento desde el +0,24% del Dax alemán, pasando por el +0,50% del Ibex 35, hasta el +1,2% del S&P 500.



Mar Barrero  
Arquia Profim Banca Privada  
@mbarrero1

## Análisis de fondos de inversión

La gran mayoría de fondos de inversión, en línea con sus mercados de referencia, cierran el trimestre sumando puntos a su rentabilidad.

Entre los fondos de perfil más conservador, destaca el buen comportamiento de aquellos que invierten en emisiones de renta fija con mayor duración. Estos productos se han visto favorecidos por el fuerte aumento de la demanda de renta fija registrado en agosto por parte de inversores que buscaban un valor refugio –a pesar de su bajo rendimiento- ante el incremento de la incertidumbre política y económica a nivel global.

Categoría	Rentabilidad Trimestre (€)	Rentabilidad 2019 (€)	Rentabilidad 12M (€)
Monetarios y Renta Fija			
EAA Fund EUR Money Market	-0,07	-0,12	-0,28
EAA Fund EUR Bond - Long Term	9,24	26,54	29,90
EAA Fund Europe Bond	2,33	6,54	6,73
EAA Fund EUR Corporate Bond	1,14	5,87	4,87
EAA Fund EUR Corporate Bond - Short Term	0,26	1,87	0,96
EAA Fund EUR Diversified Bond	1,74	5,59	5,31
EAA Fund EUR Diversified Bond - Short Term	0,30	1,50	0,94
EAA Fund EUR Government Bond	2,65	7,21	8,32
EAA Fund EUR Government Bond - Short Term	0,79	2,28	2,84
EAA Fund Global Bond	4,06	9,61	11,35
EAA Fund Global Bond - EUR Hedged	1,22	5,22	5,24
EAA Fund Global Corporate Bond	4,87	13,18	13,50
EAA Fund EUR High Yield Bond	1,03	7,22	3,30
EAA Fund Global High Yield Bond	5,15	14,59	11,97
EAA Fund Global Emerging Markets Bond	4,10	14,24	14,42
Fondos Mixtos			
EAA Fund EUR Cautious Allocation - Global	1,27	6,49	2,57
EAA Fund EUR Flexible Allocation - Global	1,24	9,19	0,52
EAA Fund EUR Moderate Allocation - Global	1,63	9,81	2,42
EAA Fund EUR Aggressive Allocation - Global	1,96	13,74	2,07

Fuente: Morningstar. Datos en porcentaje a 30/09/2019.

Por el contrario, los fondos que invierten en activos del mercado monetario siguen con su particular calvario. En un entorno de tipos de interés cada vez más bajos o, incluso negativos, estos productos no presentan, por ahora, ningún aliciente.

En cuanto a los fondos mixtos, indicar que tanto los que tienen un corte más defensivos (aquellos que destinan, como máximo, un 30% a renta variable) como los más agresivos (pueden invertir hasta un 75% en renta variable) cierran el trimestre con ganancias superiores al 1%. En el caso de los fondos de inversión de perfil prudente gestionados por Arquia Gestión, las rentabilidades han sido del +7,2% en el caso del Arquiuno FI y del +5,7% en el caso del Arquiuno Prudente FI.

Por lo que refiere a los fondos que apuestan por los mercados bursátiles, la evolución durante este tercer trimestre ha sido muy positiva y, salvo contadas excepciones, se han anotado ganancias representativas. Sólo la bolsa española y las *small caps* han tenido un comportamiento decepcionante. Entre los fondos que más se han revalorizado a lo largo de los últimos tres meses se encuentran los productos que invierten en empresas mineras del oro (+11% de revalorización en el trimestre), seguidos de los que apuestan por el sector *utilities* (+9,8%) y los fondos centrados en el mercado bursátil japonés (+7,2%).

Dentro de los fondos que invierten en renta variable global, destacamos el buen comportamiento de los productos que apuestan por las empresas con alta rentabilidad por dividendo. Esta modalidad de fondos, que forman parte de nuestras carteras de renta variable, se han revalorizado un +4% de media en el trimestre. En el año, la rentabilidad media de esta familia de fondos es del +18%.



Categoría	Rentabilidad Trimestre (€)	Rentabilidad 2019 (€)	Rentabilidad 12M (€)
Renta Variable por estilo de gestión y zona geográfica			
Spain Equity	-1,98	4,30	-6,91
Eurozone Large-Cap Equity	1,95	17,87	2,26
Eurozone Small-Cap Equity	-1,82	12,73	-7,62
Europe Large-Cap Blend Equity	1,83	17,64	2,32
Europe Large-Cap Growth Equity	1,99	21,73	4,30
Europe Large-Cap Value Equity	1,44	13,98	-1,11
Europe Mid-Cap Equity	0,18	16,93	-3,09
Europe Small-Cap Equity	-1,07	14,75	-5,65
US Large-Cap Blend Equity	5,40	24,25	8,44
US Large-Cap Growth Equity	4,30	26,80	8,89
US Large-Cap Value Equity	5,44	21,00	6,59
US Mid-Cap Equity	3,98	27,04	6,48
US Small-Cap Equity	2,02	21,53	-1,00
Global Equity Income	4,16	18,35	7,08
Global Large-Cap Blend Equity	3,46	19,53	4,90
Global Large-Cap Growth Equity	2,99	23,12	6,83
Global Large-Cap Value Equity	2,95	15,44	1,47
Global Small-Cap Equity	2,25	18,30	-0,67
Japan Large-Cap Equity	7,19	15,85	-0,75
Japan Small/Mid-Cap Equity	5,93	14,45	-5,14
Global Emerging Markets Equity	0,15	12,29	5,46
Latin America Equity	-0,98	12,43	16,52
Asia ex-Japan Equity	0,88	12,96	4,57
Brazil Equity	0,83	15,95	37,57
China Equity	0,82	16,43	4,56
India Equity	0,13	6,25	12,23
BRIC Equity	-0,24	16,59	12,70
Renta Variable por sectores			
Sector Equity Precious Metals	11,08	32,93	42,39
Sector Equity Consumer Goods & Services	3,78	22,05	8,43
Sector Equity Energy	-1,98	9,94	-10,70
Sector Equity Financial Services	2,62	18,25	2,07
Sector Equity Healthcare	1,23	12,37	-0,08
Sector Equity Technology	4,66	26,48	8,09
Sector Equity Utilities	9,86	25,00	26,22

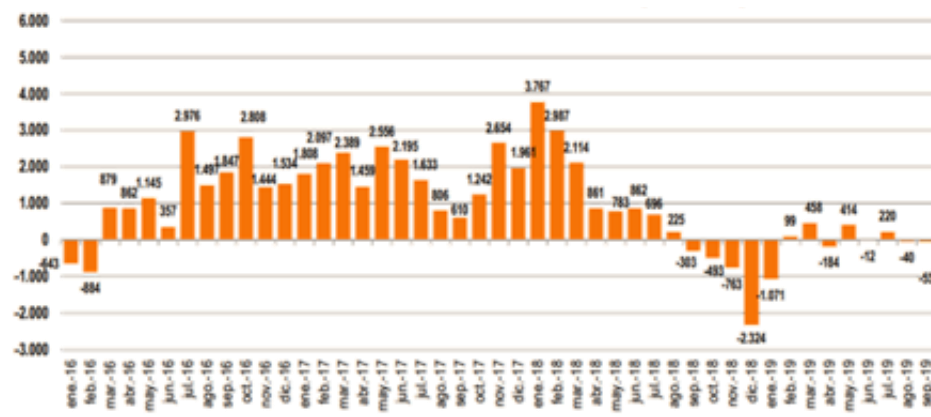
Fuente: Morningstar. Datos en porcentaje a 30/09/2019.

Entre los que peor se han comportado, los fondos centrados en renta variable española. Esta categoría se dejó cerca de un -2% en el trimestre, y en el acumulado del año apenas renta un +4% de media. El mercado bursátil nacional sigue acusando la incertidumbre que genera entre la comunidad inversora la situación política en la que nos encontramos desde hace ya más de un año y una composición del índice con un claro dominio de los sectores que peor se han comportado durante este periodo.

A pesar de los buenos datos de rentabilidad que han cosechado los fondos hasta septiembre, los inversores siguen mostrando una gran reticencia hacia estos productos. Según los datos publicados por la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva, Inverco, el patrimonio gestionado por los fondos españoles se ha incrementado en 12.638 millones de euros durante los nueve primeros meses de 2019, cerrando al término de este periodo en 270.153 millones de euros, un 4,9% por encima del cierre de 2018. Ahora bien, al igual que sucediera durante los seis primeros meses del ejercicio, ese incremento patrimonial se ha debido en gran parte a la revalorización registrada por las carteras y no a entradas de dinero nuevo. Si julio lo cerrábamos con suscripciones netas positivas de 220 millones de euros, en agosto se reembolsaban 40 millones y en septiembre 53 millones. En el conjunto del año, el mercado de fondos de inversión nacionales acumula reembolsos netos por valor de 257 millones de euros.

Además, tanto a nivel nacional como a nivel europeo, las categorías que están registrando un mayor flujo de dinero son las que presentan un corte más conservador, tal y como recoge Morningstar. Con datos a cierre de agosto, los fondos hacia los que está yendo el mayor flujo patrimonial es hacia los monetarios y fondos de renta fija tanto en euros como en dólares y libras. Entre las categorías de renta variable, la más demandada es la correspondiente a fondos globales de gran capitalización con estilo "blend" (incluye fondos con sesgo *growth* –o crecimiento– y *value* –valor–).

Suscripciones netas en Fondos de Inversión (millones de euros)



Las categorías que están registrando una mayor salida de dinero a nivel europeo son las correspondientes a renta fija global emergente en divisa local y las centradas en fondos de gestión alternativa y retorno absoluto.

En cuanto a nuestra estrategia y aunque esperamos un tono alcista de los mercados mientras los bancos centrales actúen como soportes, mantenemos los niveles de inversión en renta variable por debajo de la neutralidad en todos los perfiles.

Con todos los riesgos que acechan a los mercados, consideramos importante seguir de cerca los indicadores de crecimiento económico y de ingresos de las empresas que se publiquen a lo largo de los próximos meses. De su evolución (muchas empresas ya han anticipado una caída de sus ingresos por la incertidumbre generada por la guerra comercial o el Brexit) dependerá el afianzamiento o no de los niveles alcanzados por los principales índices bursátiles y el comportamiento de los distintos activos de aquí a final del ejercicio.

Fondos con mayores flujos de entrada	1 mes	Trimestre	2019	12 meses
EUR Monetarios	29.593	51.041	57.949	63.247
GBP Monetarios	13.854	14.203	17.315	40.638
USD Renta Fija Diversificada	6.118	1.077	-4.562	2.714
USD Monetarios	4.921	26.402	29.854	40.509
EUR Renta Fija Diversificada	2.661	4.424	9.964	7.683
USD Renta Fija Flexible	1.841	3.985	10.661	10.265
Renta Variable Global Large-Cap Blend	1.751	5.516	22.998	33.064
EUR Renta Fija Corporativa	1.383	5.275	19.415	12.992
EUR Renta Fija Diversificada Corto Plazo	1.186	952	-7.730	-13.790
Renta Fija Global	1.103	3.111	15.710	13.480
Fondos con mayores flujos de salida	1 mes	Trimestre	2019	12 meses
Renta Fija Global Emergente divisa local	-2.072	-620	4.089	1.636
Alternativos - Multi Estrategia	-1.247	-2.753	-19.178	-33.226
Renta Variable Asia ex-Japan	-1.218	-1.984	-4.177	-5.084
Renta Variable Eurozone Large-Cap	-1.170	-1.760	-10.859	-12.689
Alternativos - Renta Variable Market Neutral	-1.021	-2.602	-10.514	-15.394
Renta Variable Global Emergentes	-1.017	-1.606	-1.355	-3.174
Renta Variable Japón Large-Cap	-996	-2.044	-5.910	-5.830
Renta Variable Europe Large-Cap Blend	-941	-947	-8.216	-10.964
Renta Variable USA Large-Cap Blend	-851	-2.662	-364	-1.517
Renta Fija Gobiernos en GBP	-828	820	2.973	2.966

© Copyright 2019 Morningstar. Datos a 30/08/2019.

Pensamos que la mejor estrategia sigue siendo contar con una buena diversificación que permita capturar la rentabilidad que nos pueda dar la renta variable, pero controlando la volatilidad asumida. A pesar de los riesgos latentes, el mercado bursátil continúa claramente alcista, lo que vuelve a mostrar lo difícil que es predecir el comportamiento de la bolsa y por qué es aconsejable invertir a largo plazo y jamás intentar hacer *market timing*.

Seguimos, además, considerando que en entornos como el actual el dividendo tiene una importancia vital para seguir generando rentabilidad en nuestras carteras. Por ello, continuamos poniendo el foco en fondos que apuestan por empresas con una elevada rentabilidad por dividendo, crecimiento por dividendo constante, balances sólidos y flujos de caja estables.

En renta fija, seguiremos apostando por fondos de deuda corporativa con vencimientos a corto y medio plazo tanto de emisores europeos como norteamericanos así como por fondos que cuenten en sus carteras con cierta exposición a renta fija de mercados emergentes.

Si bien, los niveles alcanzados en renta fija dejan un potencial limitado de estrechamiento para los próximos meses, el entorno de mercado – políticas monetarias acomodaticias, bancos centrales reanudando compra de deuda – parece el adecuado para que los precios de los fondos de deuda sigan subiendo.

En conclusión, continuamos prefiriendo carteras bien diversificadas, las cuales son más robustas ante adversidades del mercado.



*Mar Barrero*  
*Arquia Profim Banca Privada*  
*@mbarrero1*

## Mercados

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

Resulta interesante observar la capacidad que tiene el sentimiento de mercado de cambiar con tanta rapidez. Si bien durante el mes de agosto presenciamos importantes caídas generalizadas para los activos de riesgo y una mayor volatilidad, durante el mes de septiembre se ha normalizado la situación y ha supuesto un respiro para la comunidad inversora.

Durante este tercer trimestre, la tensión política en Italia ha disminuido con la formación de un gobierno pro-Unión Europea y en el Reino Unido las probabilidades de un *hard Brexit* se han reducido significativamente. Adicionalmente, hay nuevas esperanzas de que EE.UU. y China lleguen a un acuerdo de no agresión en materia comercial. A ambas partes les conviene y están condenadas a entenderse. Si a estos factores le añadimos la expectativa de una política fiscal más expansiva por parte de diferentes gobiernos europeos en los próximos meses y la aplicación de una política

monetaria más acomodaticia por parte de los bancos centrales, nos queda un escenario donde las amenazas externas a la economía parecen bajo control.

Para los próximos meses será fundamental monitorizar la evolución de la economía mundial. Los indicadores adelantados a nivel macro están indicando un marcado deterioro de la economía a nivel mundial. Los PMI manufactureros, así como los datos de servicios, están indicando un elevado riesgo de recesión. En los próximos meses estaremos muy atentos al impacto de las políticas monetarias expansivas sobre economía y mercados, y observaremos detenidamente hasta qué punto los bancos centrales tienen capacidad para extender el ciclo.

Por clases de activos, creemos que el riesgo de estar invertido en renta fija es asimétrico con el de la renta variable, por lo que de cara al último trimestre del año nos posicionamos cortos en bonos y largos en renta variable.

### Renta Variable

Al cierre de septiembre prácticamente todos los índices, salvo contadas excepciones, han recuperado toda la caída sufrida en 2018 y están obteniendo retornos de doble dígito.

Los mercados norteamericanos han continuado mostrando mucha fortaleza a lo largo del tercer trimestre, y acumulan en el año plusvalías superiores al +18% para S&P 500 y superiores al +20% para el Nasdaq. Para un inversor europeo, si añadimos la apreciación del dólar, la revalorización es incluso mayor. La renta variable norteamericana tuvo un mejor comportamiento relativo durante todo 2018, mientras que durante este año los índices europeos han aguantado el tipo y se han revalorizado prácticamente en línea con sus comparables norteamericanos.

Índices	Rentabilidad trimestre (€)	Rentabilidad 2019 (€)	Rentabilidad 12M (€)
Índices de Renta Fija			
Euribor 12 Month EUR	0,03	0,07	-0,19
JPM EMU 1-3 Yr TR EUR	0,30	0,74	1,30
JPM EMU 3-5 TR EUR	1,08	2,91	4,26
JPM EMU 5-7 TR EUR	2,19	6,17	7,90
JPM EMU 7-10 TR EUR	3,20	9,85	11,89
Índices de Renta Variable			
BME IBEX 35 PR EUR	0,50	8,25	-1,54
BME IBEX Small Cap PR EUR	-1,30	6,51	-10,99
EURO STOXX 50 PR EUR	2,76	18,93	5,01
Euronext Paris CAC 40 PR EUR	2,51	20,02	3,35
FSE DAX TR EUR	0,24	17,70	1,48
S&P 500 PR	5,80	24,51	8,83
DJ Industrial Average PR USD	5,70	20,99	8,39
NASDAQ 100 PR USD	5,52	28,37	8,24
NASDAQ Composite PR USD	4,37	26,41	5,92
Russell 2000 PR USD	1,58	18,45	-4,34
MSCI ACWI PR EUR	3,90	19,81	5,81
MSCI EM PR USD	-0,88	8,68	1,77
Nikkei 225 Average PR JPY	6,48	15,71	1,00
TOPIX PR JPY	6,59	13,12	-2,17
MSCI China NR USD	-0,48	12,85	2,36
FTSE India TR USD	-0,89	6,05	10,16
MSCI Turkey PR EURO	8,99	14,57	5,98
BM&FBOVESPA Ibovespa IBOV TR BRL	-0,29	16,28	32,02
MSCI Mexico PR MXN	2,03	7,52	-12,74
MSCI EM Latin America PR	0,24	9,35	9,50
FTSE Gold Mines PR USD	9,02	36,36	60,51

Fuente: Morningstar. Datos en porcentaje a 30/09/2019.

En Europa las apreciaciones han resultado también muy significativas. Durante los primeros nueve meses del ejercicio el índice Europe Stoxx 600 se ha revalorizado un +16% y el Eurostoxx 50 casi un +19%.

Las arduas negociaciones del Brexit y las tensiones en materia comercial entre EEUU y China generaron mucho miedo y tensión entre los inversores, especialmente durante el mes de agosto. Esta incertidumbre llevó a los

inversores a reducir su exposición a renta variable y trasladar flujos hacia la renta fija, hundiendo todavía más el rendimiento de los bonos en territorio negativo. Por sectores, los más defensivos – *utilities*, consumo defensivo e inmobiliario- son los que mejor comportamiento han tenido. En contrapartida, sectores más cíclicos – materiales, financiero, energía y autos- han sido los sectores más castigados. No obstante, desde los mínimos de agosto parece que la situación ha empezado a revertirse, y durante el mes de septiembre hemos podido ver como las compañías con estilo *value*<sup>1</sup> han recuperado algo de terreno respecto al *growth*<sup>2</sup>.

En cuanto a los mercados emergentes, destaca el mal comportamiento de la bolsa china como consecuencia tanto de los efectos de la guerra comercial como del conflicto político-social abierto en Hong Kong. El índice MSCI China se anotó una pérdida del -0,48% en el trimestre. En las bolsas latinoamericanas, comportamiento dispar: mientras que la bolsa mexicana se anotaba una revalorización, en euros, del +2%, la bolsa brasileña corregía un -0,29%. Los problemas de Argentina para hacer frente al pago de su deuda fue otro de los elementos desestabilizadores de los mercados financieros durante agosto.

### Renta Fija

El tercer trimestre ha resultado ser otro período excelente para los activos de renta fija en general.

<sup>1</sup> Inversión Value: invertir en compañías con una valoración baja desde un punto de vista fundamental, lo que equivale a ratios de cotización respecto beneficios, valor contable, etc relativamente bajos.

<sup>2</sup> Inversión Growth: inversión en compañías en base a su potencial de revalorización generado por una tasa de crecimiento por encima de la media, sin tomar en consideración el valor fundamental de la compañía, que equivaldría a valorarla por su previsión actual de beneficios, su valor contable, etc.

Ratio Value/Growth – 12 meses



Los meses de verano han estado marcados por el buen comportamiento de los precios de la deuda soberana, tanto de los países *core*, como de los periféricos.

Ambas han estado respaldadas por los mensajes *dovish*<sup>3</sup> por parte de los bancos centrales y se han movido al calor de los riesgos geopolíticos y el miedo generalizado a una posible recesión. Los mercados han descontado un panorama de desaceleración económica que apartaba el riesgo inflacionario, presionando a la baja las rentabilidades de los bonos alemanes y americanos

<sup>3</sup> *Dovish* (paloma): visión de la política monetaria menos preocupada por el riesgo inflacionario y por lo tanto favorable a mostrarse más acomodaticio frente a la situación económica, ya sea mediante tipos de interés más bajos o a través de programas de expansión monetaria. En oposición a una visión *hawkish* (halcón).

(y por tanto subiendo sus precios). Ésta situación, que impulsa la inversión de la curva de tipos de interés, sólo se ha visto frenada por las nuevas rebajas de tipos de interés aplicadas tanto en Europa como en Estados Unidos.

En Europa, la última conferencia de Mario Draghi como presidente del Banco Central Europeo destacó un nuevo recorte de tipos de interés de 10 puntos básicos hasta el -0,5% y el reinicio del QE a partir del próximo 1 noviembre.

Volume de deuda con rentabilidad negativa (M: millones de dólares)



No obstante, la gran novedad fue la introducción de un escalonado de la tasa de depósitos (*tiering*) que exime de la penalización del 0,5% a una parte de la liquidez que las entidades tienen depositadas en el BCE. Este factor puede interpretarse de muchas maneras, pero en cualquier modo es un instrumento orientado a reducir la presión sobre las cuentas de resultados del sector bancario europeo, cuyo situación en un entorno de tipos de interés negativos es cada vez más difícil, y se corresponde con las medidas que ya están aplicando desde hace tiempo otros bancos centrales con tipos de interés

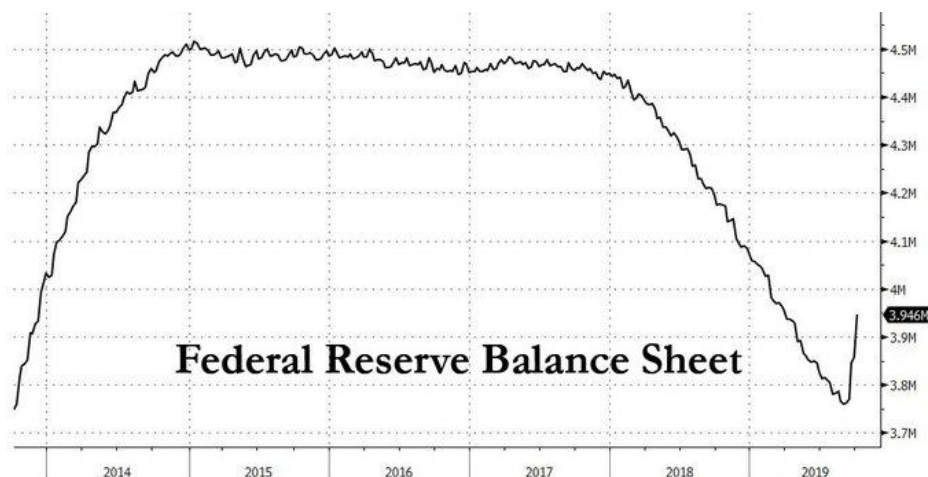


negativos -como el danés y el suizo- para preservar la cuentas de sus respectivos sistemas financieros.

En cualquier caso, la debilidad económica, la guerra comercial y este tipo de medidas han generado un importante alza en los precios de la deuda soberana europea, con el bono alemán llegando a cotizar en mínimos históricos del -0,71% y una cantidad de la deuda emitida con rentabilidades negativas que sigue aumentando sin freno.

En cuanto a la Reserva Federal norteamericana, la situación ha cambiado drásticamente respecto al año pasado.

Balance de la Reserva Federal de EE.UU.



En 2018 teníamos una Fed muy *hawkish*, que subió los tipos de interés hasta cuatro veces, y Powell fue muy duramente criticado por ello.

Hoy, la aproximación de su política monetaria ha cambiado a un tono bastante más acomodaticio. La economía norteamericana está mostrando señales de agotamiento y Powell, presionado por el Presidente Trump, y sobre todo en base a la caída de los PMI, ha llevado a cabo dos rebajas de tipos de referencia de 25 puntos básicos cada una, además de reiniciar su programa de compra de activos.

En cuanto a las curvas de tipos alemana y estadounidense, en ambos casos observamos un aplanamiento importante de las curvas, a través de tipos de interés cayendo en todos los tramos de las curvas, pero con más fuerza en los tramos largos.

En ambos casos se ha producido también una inversión de las curvas entre los tramos cortos y medios, con la curva norteamericana invirtiéndose en agosto en el tramo 2 años - 10 años.

Históricamente, una inversión del tramo 2-10 ha precedido anteriores recesiones. Pero esto no significa que el mercado de renta variable se vaya a desplomar. De hecho, como ya hemos avanzado en anteriores trimestrales, también históricamente desde el momento en que la curva se invierte aun pasan 18 meses de promedio hasta que se alcanzan los máximos bursátiles, y en muchos casos con alzas más que relevantes.

Dentro del universo de la renta fija, este trimestre destaca especialmente el buen comportamiento de la deuda soberana italiana, a raíz del sorprendente cambio de coalición gubernamental que evitaba unas nuevas elecciones y, con la alianza del movimiento 5 estrellas y el Partido Demócrata, tomaba un sesgo mucho más europeísta.

Durante este año, la prima de riesgo italiana frente al bono alemán ha pasado de niveles de 250 puntos básicos hasta niveles próximos a los 130, generando una revalorización de la deuda italiana próxima al +20%.

Precio del bono italiano BTP 3% de vencimiento 1/Agosto/2029



En cuanto a la renta fija privada, se ha seguido mostrando sólida a lo largo del verano. La diferencia de rentabilidad entre estos bonos y la alternativa libre de riesgo, medido a través de los diferenciales de crédito, o *spreads*, se ha mantenido estable y ha conseguido cierta descorrelación con la renta variable en los momentos en que ésta caía. El índice Itraxx Main Europe (deuda de rating elevado) se ha mantenido estable en un rango comprendido entre los 45 y 60 puntos, mientras el Xover, representativo de los bonos más arriesgados, o *high yield*, ha tenido un comportamiento más volátil pero dentro de una tendencia positiva, estrechando hasta los 240 puntos básicos.



Ramon Cirach  
Arquia Gestión SGIC  
@moncirach

## Asset Allocation

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

En el entorno actual y pese al buen comportamiento de los activos de renta variable hasta la fecha, seguimos positivos de cara al cuarto trimestre del año. Cautos, pero positivos.

Las valoraciones son exigentes pero no están en niveles de burbuja. El *earnings yield gap*<sup>4</sup> es claramente favorable a la renta variable, y creemos que los datos de desaceleración ya están puestos en precio, especialmente para los sectores más cíclicos. Si en las próximas semanas observamos cierta estabilización de los datos macro y unos resultados del tercer trimestre aceptables, creemos que la renta variable puede tener aún recorrido.

<sup>4</sup> Earnings Yield Gap: diferencial entre la rentabilidad de la renta variable, medida por la rentabilidad del dividendo frente al precio de la acción, y la rentabilidad de la renta fija, medida por la rentabilidad del bono de referencia.

Nuestras carteras tienen un perfil de equilibrio entre valores de alta calidad y valores de crecimiento a un precio razonable, así como ciertas compañías a valoraciones atractivas y con mayor exposición al ciclo.

De esta forma, pretendemos contar con una combinación de compañías que nos permitan beneficiarnos de un potencial repunte del entorno macroeconómico y contar con cierta resistencia en caso de correcciones bursátiles. En conjunto, dada la fase avanzada del ciclo en que nos encontramos, la beta de nuestras carteras es relativamente baja.

A nivel sectorial estamos posicionados estratégicamente en los sectores farmacéutico, de consumo estable, *utilities* y tecnología. En cuanto al sector farmacéutico, nos permite beneficiarnos de una clara tendencia como es el envejecimiento poblacional, al tiempo que son empresas con beneficios estables incluso en fases recesivas. Este último punto se corresponde también con los sectores de utilities y consumo estable, mientras que la tecnología se beneficia de la nueva tendencia de robotización de la sociedad, además de las inversiones crecientes que deben realizar las empresas en automatización de sistemas, ciberseguridad, inteligencia artificial y gestión de datos en la nube, etc.

Igualmente, respecto al sector tecnológico, estamos tomando especial atención al resultado de las últimas OPV en Estados Unidos, cuyo comportamiento está resultando decepcionante.

Finalmente, a pesar que en este punto del ciclo acostumbran a tener un mal comportamiento relativo, desde un punto de vista táctico creemos que el sector financiero podría dar alguna sorpresa positiva dadas las valoraciones actuales a las que cotizan los bancos (ratios P/B inferiores a los de la última crisis) y la posibilidad que si la economía se estabiliza los tipos de interés a largo plazo se incrementen y positiven la curva.

En renta fija, durante el tercer trimestre del año hemos seguido reduciendo el riesgo en nuestras carteras, a través de una menor exposición al crédito, más liquidez, y menos duración.

En el entorno actual de tipos cero o negativos el nicho de mercado en el que todavía se pueden encontrar rentabilidades atractivas es el *high yield* o las emisiones sin calificación crediticia, además de la deuda emergente. No obstante, el recorrido es limitado, y las pérdidas que se producen cuando aparecen noticias negativas respecto estas compañías son a veces exageradas. De ahí que sea una de las pocas clases de activos que mantenemos infraponderadas en nuestro *asset allocation*.

Esta situación podría venir derivada de la entrada en este tipo de valores de alto riesgo de inversores que no están preparados para entender su funcionamiento, y que entran en estos mercados en una búsqueda desesperada de rentabilidades positivas. Estos mismos inversores reaccionan vendiendo a cualquier precio cuando la situación de estas empresas genera sobresaltos que, justamente por ser emisores *high yield*, acostumbran a producirse.

Por esta razón, poca capacidad de apreciación y mucho riesgo de correcciones, recomendamos ser cautos en este tipo de activos.

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 antes que los LT2, puesto que en

el caso de problemas pensamos que todos los inversores en deuda subordinada, independientemente del nivel de prelación que tengan, estarían obligados a asumir pérdidas. Concretamente, tenemos preferencia por los CoCos de bancos sistémicos que paguen un cupón elevado y con la call comprendida entre los 4 y 6 años.

Como conclusión, creemos que en términos generales la renta fija se ha revalorizado demasiado y demasiado rápido. Los tipos de interés europeos están en mínimos históricos, y los diferenciales de crédito tienen poco margen para seguir estrechando, desde un punto de vista histórico. El binomio rentabilidad-riesgo nos lleva a decantarnos por la renta variable frente a la renta fija, ya que los malos datos macroeconómicos ya estarían puestos en precio y creemos que lo vivido ha sido un traspie de mitad del ciclo.

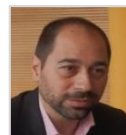
Fuentes: Bloomberg, Morningstar, Cornerstone Macro, The Economist



Ramon Cirach  
Arquia Gestión SGIC  
@moncirach



Mar Barrero  
Arquia Profim Banca Privada  
@mbarrero1



Josep Bayarri  
Arquia Banca  
@BayarriMarkets