

MERCADOS

OUTLOOK 2020



Estrategia hasta 2020

El cambio de año es el momento elegido por todas las gestoras para publicar sus previsiones para el año entrante.

Es un momento como cualquier otro, pero marca el fin de un periodo y pone a cero todos los relojes. Si el año anterior tus decisiones no han sido acertadas, puedes hacer borrón y cuenta nueva, y si lo has hecho bien, nadie se va a acordar cuando la rentabilidad YTD que se empieza a publicar desde enero se vuelve a poner en el 0%.

Todo el mundo hace previsiones... pero pocos hacen autocrítica de las previsiones de hace doce meses. La realidad es que casi nadie acierta, y no porque no sean buenos analistas, sino porque la cantidad de variables en juego son tantas y tan impredecibles, que acertar es más un tema de azar que de talento. En nuestro caso, nunca ponemos números al objetivo de los índices bursátiles para el año siguiente: creemos que es absurdo.

Sin embargo, sí que pensamos que periódicamente debemos parar y apartar la vista de nuestras pantallas para reflexionar si lo que el mercado está haciendo tiene sentido, es buena idea seguir la dirección de la corriente, o es el momento de pisar el freno y buscar otro camino. Y por qué no, el cambio de año es un buen momento para hacer esa reflexión acerca de dónde venimos, dónde estamos y a dónde vamos.

La primera reflexión tiene que ver con el pasado, con lo que hemos vivido en los mercados estos dos últimos años –tan diferentes y tan iguales a la vez–.

2018 y 2019 han sido dos años excepcionales. Uno por las pérdidas, y el otro por las ganancias, coinciden en que el movimiento en los mercados ha sido transversal en todas las clases de activos: en ambos años se movieron en la

misma dirección activos que teóricamente están descorrelacionados, como la deuda y la bolsa. La diversificación fue una estrategia prácticamente inútil.

Han sido dos años en que políticos y bancos centrales han movido abajo y arriba los mercados, al ritmo de los *tweets* del presidente Trump y de los cambios en los tipos de interés de la Fed.

2018 fue un año de subidas de tipos de interés y de QT¹. La Fed los subió del 1,25%-1,5% al 2,25%-2,5% en cuatro movimientos al alza, además de reducir su balance en un 8%. En 2018 también tomó fuerza la guerra comercial entre Estados Unidos y China (y prácticamente el resto del mundo), con el consiguiente freno a la actividad económica y la caída de las expectativas del sector industrial. Claramente, estos factores explican gran parte de la caída de los mercados, teniendo en cuenta que en 2018 las compañías prácticamente no consiguieron incrementar beneficios.

2019 fue lo mismo y todo lo contrario. Las mismas fuerzas actuaron en sentido opuesto, con reducciones de tipos de interés en casi todo el mundo y noticias positivas respecto la guerra comercial que nos hacen pensar que podemos estar entrando en una dinámica más positiva, especialmente tras la firma de la Fase 1 del acuerdo comercial. Curiosamente, a pesar de ganancias del +28,9% en el S&P 500 y del +24,8% en el Eurostoxx 50, las empresas no consiguieron incrementar beneficios.

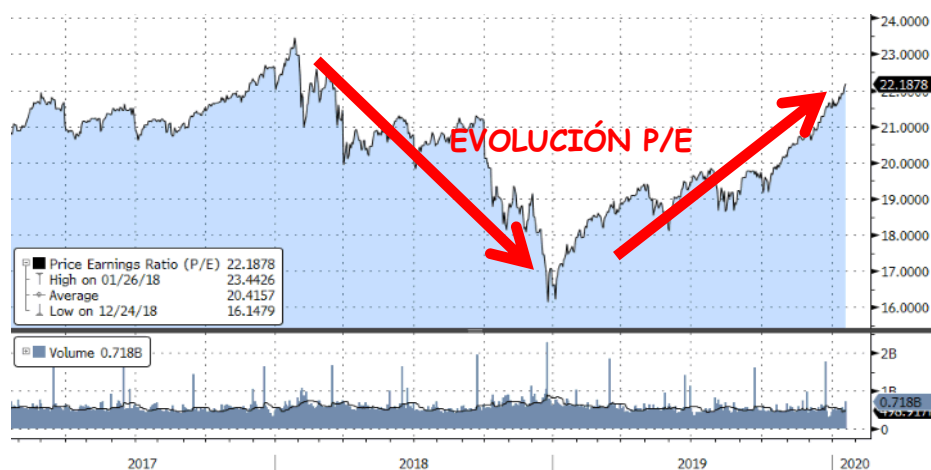
Estos dos años tienen otros puntos en común. En ambos casos, la prolongación de uno de los ciclos económicos más largos de la historia mantiene el miedo a una hipotética recesión inminente, en parte por la longitud del ciclo, en parte por lo anémico del nivel de crecimiento. La

¹ QT: quantitative tightening, movimiento opuesto al QE, o quantitative easing. Consiste en retirar liquidez del mercado a través de la reducción del balance de los bancos centrales.

inflación, por otro lado, también parece inexistente, en línea con el crecimiento económico. Y en ambos casos siguen sin aparecer grandes desequilibrios económicos que puedan hacer pensar en una corrección, o el estallido de una burbuja.

Así pues, contracción de múltiplos² en 2018 y expansión de múltiplos³ en 2019, con las mismas fuerzas impulsando a la baja y al alza los mercados según la dirección en que se movieran estas fuerzas.

Evolución ratio P/E – S&P 500



² Contracción de múltiplos: el ratio P/E (o PER) cae, en este caso tanto por un incremento del denominador (E) que corresponde a beneficios y por una caída de (P) que corresponde a cotizaciones.

³ Expansión de múltiplos: el ratio P/E (Price Earnings Ratio) sube, en este caso por un denominador sin cambios (E, o beneficios empresariales) y un numerador al alza (cotizaciones bursátiles).

Respecto a la situación en la que nos encontramos actualmente, empezamos 2020 con un ratio Forward P/E⁴ de 18,9x frente a niveles por debajo de 16x de hace un año. Frente a la valoración de los índices europeos (14,5 veces beneficios previstos) parece un nivel elevado, pero debemos tener en cuenta que la composición de los índices es muy diferente, con un importante peso del sector tecnológico cuyos múltiplos son muy superiores a los del resto de índices.

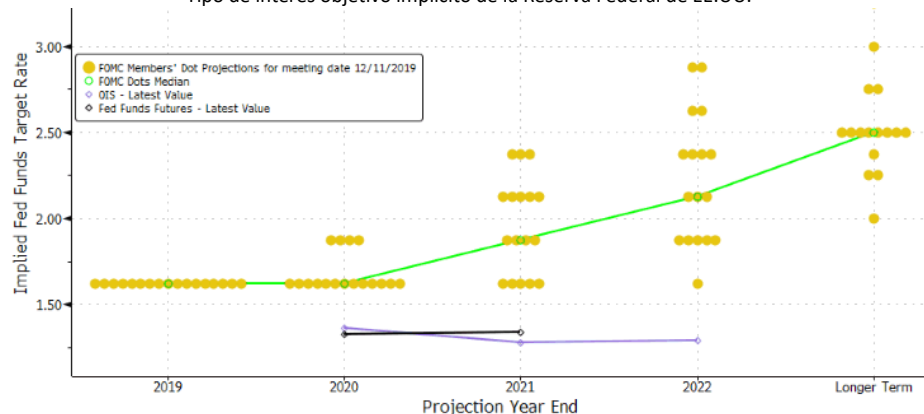
En cualquier caso, tampoco es un nivel que nos haga pensar que el mercado está caro.

El incremento de múltiplos de 2019 se basa prácticamente en exclusiva en la caída de tipos de interés, que repercute positivamente en el numerador del ratio P/E. Para 2020 no esperamos que esta situación vuelva a producirse. Los mercados aun estiman que puede producirse un nuevo recorte en los tipos de la Fed de otros 25 puntos básicos, pero los niveles de inflación actuales y las expectativas de mayor crecimiento económico que manejamos en un escenario positivo, o de mayores aranceles en un escenario negativo, nos hacen pensar que este recorte no debería producirse, posicionándonos en este caso en línea con las propias previsiones de la Reserva Federal de Estados Unidos, que estiman que no habrá cambios de tipos en 2020 y habrá alguna subida en 2021.

En cualquier caso, un escenario de tipos estables dejaría los mercados en manos de los resultados empresariales y las noticias que nos vienen del frente político, ya sea en lo relativo a la guerra comercial, la política fiscal, y las elecciones en noviembre de 2020.

⁴ Forward P/E: Ratio PER previsto para 2020, o ratio de precio actual/beneficios previstos para 2020

Tipo de interés objetivo implícito de la Reserva Federal de EE.UU.



A nivel de resultados empresariales, que es donde nuestras previsiones pueden resultar más acertadas, para 2020 esperamos una reaceleración de los beneficios, que debería resultar en subidas en los mercados bursátiles. Hay que considerar que el sector manufacturero norte-americano lleva tiempo en fase recesiva, y que durante el primer trimestre de 2020 se podría tocar el suelo. El PMI manufacturero, principal indicador avanzado de la actividad industrial lleva tiempo por debajo de los niveles que indican recesión, y se empiezan a dar las circunstancias para una mejora de sus observaciones, en especial si el acuerdo comercial con China se traduce en mayor visibilidad para las inversiones y por lo tanto un mayor impulso económico.

Respecto al acuerdo comercial, tras la firma de la Fase 1, creemos que la perspectiva electoral favorece que no se produzcan nuevas tensiones con China, especialmente si tenemos en cuenta el contenido del acuerdo alcanzado: se centra más en compras por parte China de bienes agrícolas producidos en Estados Unidos (en los territorios de voto mayoritario republicano) que en la protección de la propiedad intelectual norte-americana,

que debemos recordar que es la base del actual conflicto comercial entre los dos países.

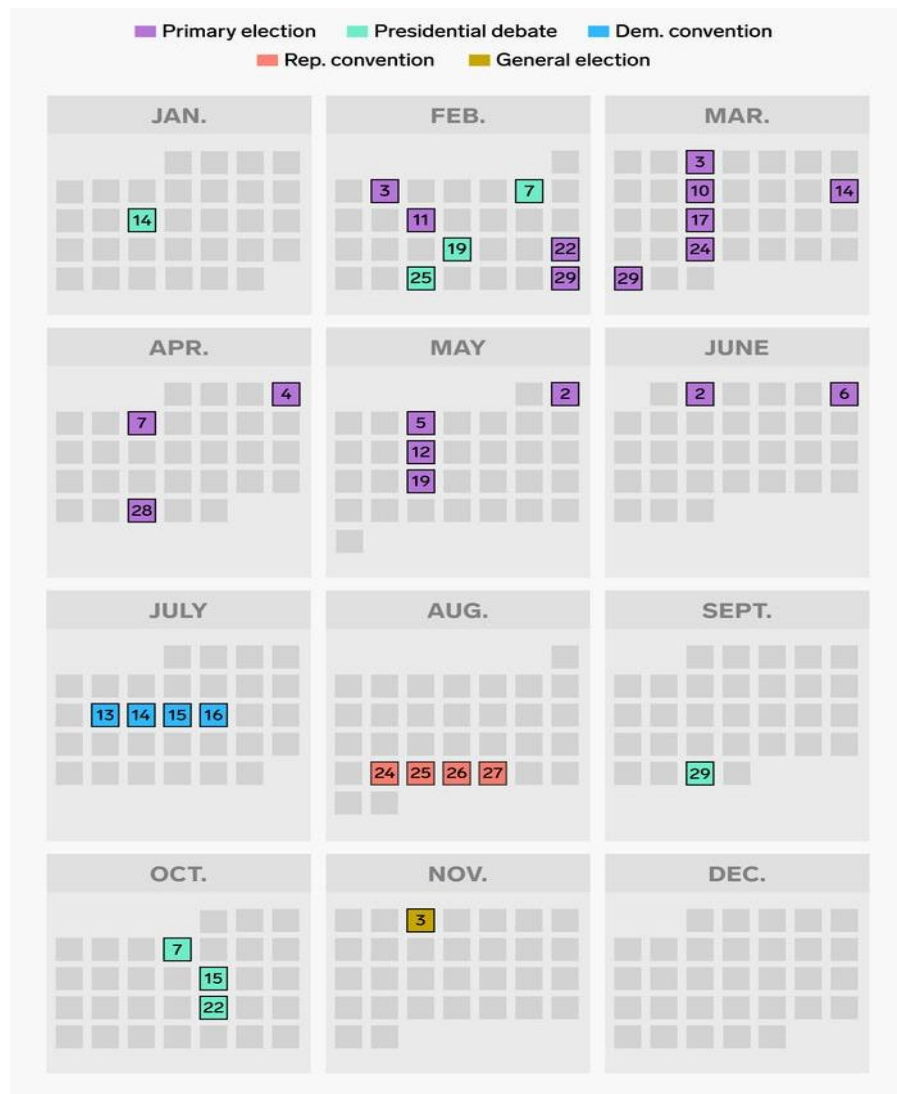
PMI Manufacturero Zona Euro vs EE.UU.



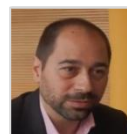
Existe también la posibilidad que puedan aplicarse nuevos estímulos fiscales tanto en Europa como en Estados Unidos. La perspectiva electoral añade optimismo a la expectativa de un mayor gasto público para presentar una economía en la mejor forma posible para noviembre de 2020.

Finalmente, no debemos olvidar que los años de elecciones son tradicionalmente positivos en cuanto a ganancias bursátiles, pero la mayor parte de las plusvalías se producen a medida que la incertidumbre va cayendo, por lo que no deberíamos verlas como mínimo hasta más entrado 2020, al menos hasta que tengamos los resultados de las primarias.

Calendario electoral – Presidenciales de EE.UU.



En conclusión, tenemos por delante un año en el que una vez más la bolsa sigue siendo nuestra mejor opción. No está cara, y los beneficios corporativos deberían impulsarla si se confirma el escenario central de una Fed poco activa. Y la alternativa es la renta fija, donde no podemos esperar grandes alegrías.



Josep Bayarri
Arquia Banca
@BayarriMarkets

Mercados

2015	2016	2017	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019
RV Growth 3,1%	Mat Primas 12,9%	RV Emerg 37,3%	RF Aggr -1,2%	REIT 17,2%	RV Growth 5,5%	REIT 7,7%	RV Emerg 11,8%	RV Growth 33,7%
REIT 2,8%	Small Cap 12,7%	RV Growth 28,0%	REIT -4,0%	RV Growth 14,8%	RV Desarr 4,0%	RF Aggr 0,7%	RV Growth 9,8%	REIT 28,7%
Small Cap -0,3%	RV Value 12,3%	Small Cap 22,7%	Mat Primas -5,4%	Small Cap 13,7%	RF Aggr 3,3%	RV Growth 0,6%	Small Cap 9,8%	RV Desarr 27,7%
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%	RV Desarr 8,6%	Small Cap 26,2%
RF Aggr -3,2%	RV Desarr 7,5%	RV Value 17,1%	RV Desarr -8,7%	RV Value 10,2%	Small Cap 2,0%	RV Desarr 0,5%	RV Value 7,3%	RV Value 21,7%
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%	Mat Primas 3,6%	RV Emerg 18,4%
Mat Primas -14,4%	RV Growth 2,8%	RF Aggr 7,4%	Small Cap -13,9%	Mat Primas 4,2%	RV Emerg 0,6%	RV Emerg -4,2%	RF Aggr 0,5%	RF Aggr 6,8%
RV Emerg -14,9%	RF Aggr 2,1%	Mat Primas 2,2%	RV Emerg -14,6%	RF Aggr 2,2%	Mat Primas -4,4%	Mat Primas -5,0%	REIT 0,1%	Mat Primas -1,9%

El ejercicio 2019 ha supuesto la continuación del movimiento alcista que está experimentando la bolsa desde el año 2009. Durante estos diez años los índices no han hecho más que escalar posiciones, batir y encadenar nuevos máximos, en un movimiento que afecta a todos los índices mundiales, pero que es liderado con especial fuerza por la bolsa de Estados Unidos.

Hay quien lo considera el *rally* más odiado de la historia: gran parte de los potenciales inversores se han quedado al margen del mercado y con una posición de liquidez muy elevada en sus carteras. Y a estas alturas, muchos de estos inversores se estarán preguntando si aún están a tiempo de subirse al carro y si va a continuar la tendencia alcista.

Este hecho explica que, en un año en que algunos índices han alcanzado rentabilidades alrededor del 30%, el mercado carece totalmente del

sentimiento de euforia que ha acompañado *rallies* como éste en el pasado. Esta cautela, y el hecho que muchos siguen recomendando mantener fuertes posiciones en liquidez, es lo que nos permite ser optimistas y pensar que este movimiento aún tiene recorrido.

Además, 2020 será año electoral en Estados Unidos, y los años de elecciones acostumbran a ser buenos para la bolsa. Y esto sin contar que Donald Trump está poniendo toda la presión posible para que los datos económicos y bursátiles sean atractivos para utilizarlo en su campaña, hasta el punto que seguirá presionando a la Reserva Federal para que mantenga políticas monetarias laxas y tiene todos los incentivos posibles para llegar a acuerdos comerciales con China. La política fiscal, finalmente, es otro instrumento a su disposición para estimular aún más la economía.

Y mientras la Fed debería ser la primera en volver a una política monetaria restrictiva –aunque con elecciones a la vista difícilmente intervendrá– el resto de bancos centrales del mundo no dan ninguna muestra de querer cambiar el sentido de sus respectivas políticas monetarias y seguirán aumentando el tamaño de sus balances.

En cuanto a los principales riesgos que tenemos por delante, aunque no tenemos un panorama preocupante, destacan especialmente:

- El riesgo de un recrudecimiento de la guerra comercial entre EE.UU. y China, que tras la firma de la Fase 1 del acuerdo parece menos probable.
- Riesgo de agotamiento en la efectividad de la política monetaria como instrumento de estímulo de los bancos centrales.
- Debilidad en los datos de crecimiento económico, incrementado por la estrechez de márgenes corporativos y un mercado bursátil que es proclive a grandes oscilaciones si el sentimiento cambia.

- Riesgo político ante la posibilidad de sorpresas en las elecciones de Estados Unidos, ya sea por una mejora de expectativas del *impeachment* o de la candidatura de la senadora demócrata Warren.

Renta Variable

Americas	RMI	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Time	%Ytd	%YtdCur
DOW JONES			28538.44	+76.30	+0.27%	22:20 c	+22.34%	+25.07%
S&P 500			3230.78 d	+9.49	+0.29%	22:20 c	+28.88%	+31.76%
NASDAQ			8972.61	+26.61	+0.30%	22:50 c	+35.23%	+38.25%
S&P/TSX Comp			17063.43 d	-35.13	-0.21%	22:20 c	+19.13%	+27.91%
S&P/BMV IPC			43541.02 d	-116.46	-0.27%	22:16 c	+4.56%	+10.93%
IBOVESPA			115645.34 d	-888.63	-0.76%	12/30 c	+31.58%	-70.85%
EMEA								
Euro Stoxx 50			3745.15 d	-3.32	-0.09%	17:50 c	+24.78%	+24.78%
FTSE 100			7542.44 d	-44.61	-0.59%	13:35 c	+12.10%	+19.17%
CAC 40			5978.06 d	-4.16	-0.07%	18:05 c	+26.37%	+26.37%
DAX			13249.01 d	-88.10	-0.66%	12/30 c	+25.48%	+25.48%
IBEX 35			9549.20 d	-63.40	-0.66%	14:03 c	+11.82%	+11.82%
FTSE MIB			23506.37 d	-251.23	-1.06%	12/30 c	+28.28%	+28.28%
OMX STKH30			1771.85	-26.19	-1.46%	12/30 c	+25.78%	+21.53%
SWISS MKT			10616.94 d	-113.21	-1.06%	12/30 c	+25.95%	+30.71%

El mercado de renta variable global ha proporcionado unos excelentes retornos durante 2019, acompañados de una volatilidad muy controlada. Tras un año 2018 con fuertes correcciones, el mercado logró darse la vuelta en enero y avanzar a lo largo de todo el ejercicio y con especial fuerza en el primer y cuarto trimestres del año.

El S&P 500 cerró el año en máximos históricos, con una revalorización en el año del +28,9% en dólares, y del 31,8% si lo medimos en euros (gracias a la apreciación del dólar contra el euro). El tecnológico NASDAQ cerró con ganancias del +35,2% (en dólares). Y a estos números deberíamos sumarle los dividendos.

En Europa, las ganancias eran más moderadas debido a la diferente composición de los índices y el menor peso de las empresas tecnológicas, pero aún así se alcanzaron nuevos máximos históricos, con el Eurostoxx 50 cerrando con ganancias del +24,8%

Finalmente, en los mercados asiáticos el Nikkei 225 cerró el año con una revalorización del +19,9%, mientras los países emergentes cerraban con ganancias del +35,1% en el caso del A50 chino, +3,8% en el del KOSPI coreano, y +11,9% en el del Sensex indio.

Por estilos destacaríamos el excelente comportamiento relativo de las compañías con estilo *growth* durante la primera la mitad del año, mientras que durante los últimos meses del año les tocó el turno a las compañías *value*.

Por sectores, destacamos el buen comportamiento de las compañías de lujo, con revalorizaciones en muchos casos cercanas al +50%, empujadas especialmente por el fuerte crecimiento que están experimentando este perfil de compañías en China. En la actualidad, el consumo de marcas de lujo en China representa un 32% del total a nivel mundial. Las previsiones del sector prevén que en diez años el consumo del país asiático equivaldrá al 50%.

Otro sector que también ha brillado con luz propia durante el año pasado fue el de *utilities*, impulsado por los bajos tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad a través de compañías de bajo riesgo y dividendo constante. Este tipo de empresas acaban teniendo un perfil parecido al de un bono, y por lo tanto se comportan de manera parecida en cuanto a lo que sensibilidad a los tipos de interés se refiere.

Durante 2019, las compañías con un perfil más defensivo, de calidad, y aquellas con un perfil previsible de generación de caja se han encarecido con una fuerte expansión de múltiplos. En contrapartida, el mercado nos brinda la

oportunidad de identificar empresas baratas entre las más cíclicas, donde sus ratios de valoración han corregido durante el año.

Renta Fija

Region	RMI	Security	Price	Chg	Yld	Chg	Yld	Low	Range	High	YTD Chg
1) Americas											
10) United States		T 1 3/4 11/29	98-16	-11	1.917	+3.9		1.457		2.784	-76.7
11) Canada		CAN2 1/4 06/29	104.785	-0.536	1.698	+6.0		1.092		2.033	-26.5
12) Brazil (USD)		BRAZIL4 1/2 29	106.429	+0.029	3.667	-0.4		3.632		5.572	-142.4
13) Mexico (USD)		MEX4 1/2 04/29	110.157	+0.007	3.227	-0.1		3.175		4.544	-131.5
2) EMEA											
19) United Kingdom		UKT0 7/8 10/29	100.597c	+0.442	0.812	-4.7		.400		1.348	-46.1
20) France		FRTR 0 11/29	98.893c		0.113			-.441		.728	-58.7
21) Germany		DBR0 08/15/29	101.850c		-0.190			-.718		.273	-42.6
22) Italy		BTPS 1.35 30	99.508c		1.407			.805		2.952	-133.0
23) Spain		SPGB0.6 10/29	101.356c		0.459			.028		1.508	-95.0
24) Portugal		PGB1.95 06/29	114.092c		0.425			.058		1.814	-128.0
25) Sweden		SGB0 3/4 11/29	106.051c		0.132			-.431		.555	-31.3
26) Netherlands		NETHER0 1/4 29	103.039c		-0.068			-.597		.375	-44.3
27) Switzerland		SWISS 0 06/29	105.208c		-0.535			-1.198		-.198	-22.6
28) Greece		GGB3 7/8 03/29	121.253c	+0.041	1.394	-0.5		1.137		4.366	-290.0
3) Asia/Pacific											
29) Japan		JGB 0.1 09/29	101.264c	-0.001	-0.030			-.297		.018	-1.8
30) Australia		ACGB 2 3/4 29	112.732c	-0.632	1.368	+6.4		.873		2.322	-94.6
31) New Zealand		NZGB 3 04/29	111.705c	-0.157	1.636	+1.6		.973		2.383	-71.4
32) South Korea		KTB1 3/8 12/29	97.380c		1.672			1.151		1.817	+9.9
33) China		CGB3.13 11/29	99.987c	-0.074	3.131	+0.9		2.995		3.417	-16.2

En cuanto a la renta fija como clase de activo, seguimos infraponderados y a los niveles actuales es un activo al que vemos poco recorrido.

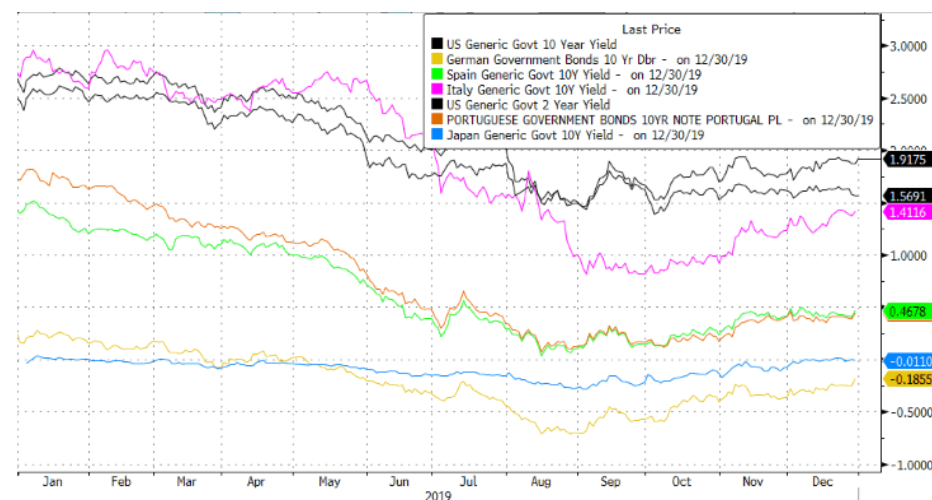
Durante 2019 hemos seguido viendo como la rentabilidad de la deuda pública ha seguido cayendo en todo el mundo hasta el mes de junio, alcanzando mínimos de rentabilidad históricos con la deuda alemana a 10 años al -0,7% el bono español al 0% y el norte-americano al 1,4%. La cantidad total de bonos con rentabilidad negativa alcanzó los 17 trillones de dólares.

Desde aquí, el riesgo de recesión ha vuelto a reducirse y los tipos han vuelto a niveles más elevados, cerrando el año en el -0,19% en Alemania, 0,47% en España y 1,92% en Estados Unidos.

En nuestra opinión, nos preocupa que la deuda soberana pueda seguir sufriendo en los próximos trimestres, como ya lo ha estado haciendo desde el mes de septiembre, por lo que rebajamos nuestras previsiones de rentabilidad y somos partidarios de reducir las duraciones de las carteras.

Estamos especialmente negativos en deuda soberana europea: creemos que está muy cara y se está negociando a unos precios irracionales. Debemos resaltar especialmente el comportamiento que ha tenido durante 2019 la deuda griega a diez años, con una emisión que salía al mercado el pasado mes de marzo al 4% y que consiguió cerrar el año con una tir por debajo del 1,4%.

Evolución de tipos de interés de deuda pública en 2019



En EEUU la rentabilidad de la deuda es más atractiva, pero el tramo largo podría sufrir si la economía o la inflación aceleran, ya sea por el efecto de aranceles o de un crecimiento más fuerte. Por ese motivo, tenemos

preferencia por los tramos cortos de la curva *treasury*: la curva norteamericana tiene poca pendiente y la rentabilidad del tramo largo y el tramo corto es similar, y en el tramo corto la principal influencia la ejerce la Fed a través de la política monetaria, donde no prevemos cambios de su tipo de intervención, y por lo tanto los riesgos de pérdidas son menores.

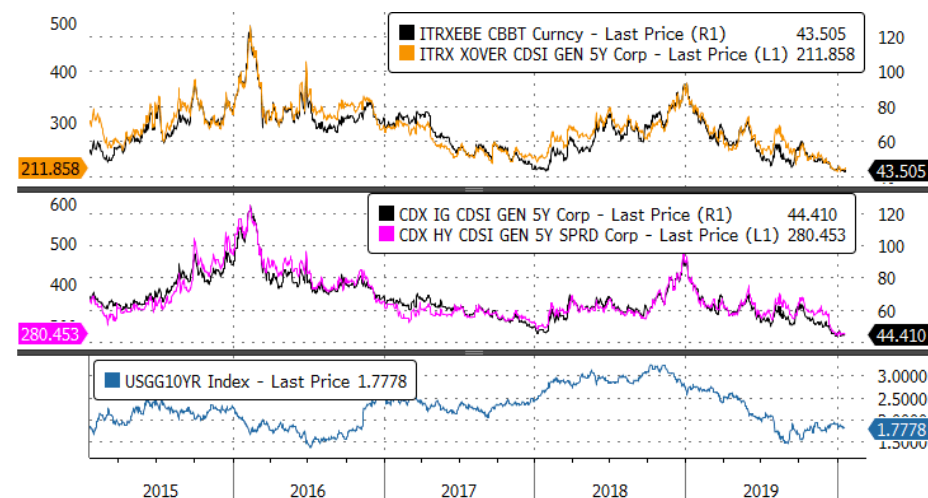
Dicho esto, nuestra principal apuesta de cara a 2020 es un *bear steepening*⁵ de la curva tanto en EEUU como en Europa. Actualmente el diferencial del Treasury 2-10 se encuentra en los 25 bps, después de haber estado invertida de forma puntual durante el pasado mes de agosto. Siempre y cuando los datos macroeconómicos sigan presentando resultados positivos y no se tuerzan las negociaciones en materia comercial, nuestro escenario base consistiría en observar una caída de los precios de la deuda a largo plazo, que resultaría en una curva con mayor pendiente.

En Europa, la curva alemana también aplanó significativamente aunque en ningún momento llegó a tener pendiente negativa. Desde los mínimos de agosto, el bono de referencia alemán a diez años ha repuntado unos 50 puntos básicos, lo que supone una pérdida aproximada del 4-5% en precio para el inversor en este tipo de bonos. Bajo nuestro punto de vista, este movimiento podría tener continuación por lo que mantenemos posiciones cortas en futuros sobre Bund y Bobl en nuestras carteras.

En cuanto a la deuda corporativa, durante 2019 ha seguido teniendo un muy buen comportamiento, y los diferenciales de crédito han estrechado significativamente.

⁵ Bear Steepening: movimiento de la curva de tipos de interés donde la rentabilidad de los tipos de interés a largo plazo sube más que la rentabilidad de los tipos a corto plazo, resultando una mayor pendiente de la curva.

En la actualidad los índices Itraxx Main y Itraxx Crossover están en mínimos históricos, por lo que vemos escaso margen de estrechamiento. El único argumento a favor del crédito es que siguen los diferenciales soportados por las políticas acomodaticias de los bancos centrales y la continua búsqueda de *yield* por parte de los inversores.



Seguimos teniendo preferencia por la deuda financiera subordinada y los híbridos, siendo muy selectivos a la hora de seleccionar los bonos.

Dentro del universo de renta fija, consideramos incrementar de forma moderada la exposición a renta fija emergente, tanto en *hard* como en *local currency*. Creemos que esta clase de activos pueden tener aún cierto potencial y es una vía para obtener mayores retornos en una situación global de bajos tipos de interés.

Region	RMI	Security		Price	Chg	Yld	Chg	Yld	Low	Range	High	YTD Chg
										◆ Avg. ◆ Now		
1) Chile (USD)		CHILE 3.24 28		105.508	-0.040	2.463	+0.5		1.964		3.686	-122.3
2) Qatar (USD)		QATAR 9 3/4 30		165.110	-0.005	2.596	-0.1		2.211		3.916	-128.5
3) Philippines (US..)		PHILIP9 1/2 30		160.279c	-0.008	2.647	-0.1		2.307		2.774	+33.5
4) Indonesia (USD)		INDON 3.4 29		104.831c	-0.038	2.827	+0.4		2.636		4.473	-164.7
5) Russia (USD)		RUSSIA4 3/8 29		111.606	-0.026	2.929	+0.3		2.881		4.988	-205.9
6) Colombia (USD)		COLOM 4 1/2 29		111.239	+0.029	3.055	-0.4		2.700		4.453	-139.8
7) Mexico (USD)		MEX4 1/2 04/29		110.157	+0.007	3.227	-0.1		3.175		4.544	-131.5
8) Brazil (USD)		BRAZIL4 1/2 29		106.429	+0.029	3.667	-0.4		3.632		5.572	-142.4
9) Turkey (USD)		TURKEY7 5/8 29		111.088	+0.021	6.049	-0.3		6.049		8.235	-93.1
10) Ukraine (USD)		UKRAIN9 3/4 28		122.375	+0.350	6.392	-4.7		6.392		10.984	-424.9
11) Venezuela (US..)		VENZ 9 1/4 28		12.364	+0.182	65.554	-65.2		31.112		84.201	+2616.2



Ramon Cirach
Arquia Gestión SGIIC
@moncirach

Tendencias en fondos de inversión

2019 ha conseguido borrar completamente el mal sabor de boca que nos dejó 2018. Si bien no han faltado momentos de volatilidad (con la guerra comercial, el Brexit y las elecciones generales en España de telón de fondo), los principales índices cierran el trimestre y el año en zona de máximos.

El balance ha sido muy positivo tanto para los mercados desarrollados, con los índices norteamericanos sobrepasando máximos históricos de forma continuada, como para los emergentes, con los indicadores de China, Brasil y Rusia registrando subidas de dos dígitos.

En Europa, el trimestre se cierre con alzas superiores al +5% en la gran mayoría de las plazas salvo en la española. En un entorno marcado por la campaña electoral, el IBEX 35 se ha anotado una subida del +3%. Una revalorización que, pese a no ser tan elevada como el resto de mercados bursátiles de la zona euro, permite a la bolsa española superar el +10% de rentabilidad en el año y deja al selectivo español en niveles cercanos al máximo anual (3.700 puntos) alcanzado precisamente en la sesión del 27 de diciembre.

En cuanto a la renta fija, el discurso de los bancos centrales y sus intervenciones en los mercados de deuda para asegurar la liquidez del sistema siguen siendo un buen soporte para sus valoraciones. Gracias a ello, el incremento de los tipos de interés de mercado registrado durante el cuarto trimestre, en especial en Europa, ante la relajación de los riesgos y el incremento del apetito inversor, no ha impedido que 2019 haya sido un buen ejercicio para la renta fija. En especial, destacan las emisiones con vencimiento a medio y largo plazo, cuyo rendimiento se ha situado en promedio alrededor del +5%.

Por lo que respecta a los fondos de inversión, en línea con los mercados de referencia, el último trimestre del año ha sido mucho más positivo para aquellos que apuestan en parte o en su totalidad por la renta variable frente a los que invierten en activos de renta fija.

Rentabilidad de fondos de inversión – Categoría Renta Fija

	Rentabilidad Trimestre (euros)	Rentabilidad 2019 (euros)	Rentabilidad 2019 (divisa base)
EUR Money Market	-0,12	-0,23	-0,23
EUR Bond - Long Term	-7,27	17,19	17,19
EUR Government Bond - Short Term	-0,83	1,25	1,25
EUR Government Bond	-2,25	4,79	4,79
EUR Diversified Bond - Short Term	-0,09	1,43	1,43
EUR Diversified Bond	-0,99	4,36	4,36
EUR Corporate Bond - Short Term	0,08	1,98	1,98
EUR Corporate Bond	-0,31	5,54	5,54
EUR High Yield Bond	1,42	8,76	8,76
Europe Bond	-1,32	5,21	5,21
Europe High Yield Bond	-0,80	2,45	-0,80
EUR Flexible Bond	0,37	5,31	5,31
USD Diversified Bond - Short Term	-2,34	5,31	3,41
USD Corporate Bond	-1,80	14,42	12,36
USD High Yield Bond	-0,64	14,61	12,54
Global Bond	-1,58	7,87	5,92
Global Bond - EUR Hedged	-0,73	4,44	4,44
Global Corporate Bond	-0,72	12,24	10,21
Global High Yield Bond - EUR Hedged	1,75	9,50	9,50
Global High Yield Bond	-0,06	14,36	12,29
Global Emerging Markets Bond	-0,17	14,09	12,02
Global Emerging Markets Bond - LC	1,96	13,46	11,41

Datos en porcentaje A 31/12/2019. Fuente Morningstar.

Como decíamos, a lo largo del cuarto trimestre de 2019 se ha producido un repunte de los tipos que ha afectado a los precios de los activos de renta fija presentes en las carteras de los fondos de inversión. Entre las categorías de renta fija que peor se han comportado en el trimestre se encuentran los fondos que invierten en emisiones con mayor duración, más sensibles a los repuntes de tipos de interés.

Sin embargo, pese a la corrección registrada en la recta final del 2019, los fondos de renta fija han conseguido cerrar uno de sus mejores ejercicios de los últimos tres años. Las rentabilidades se han situado entre el +1,3% logrado por los que invierten en deuda pública de corto plazo y el +17% logrado por los fondos globales con vencimientos a medio y largo plazo. Sólo la categoría formada por los fondos que invierten en activos monetarios y de renta fija con vencimientos inferiores al año terminan en negativo en 2019. Algo, por otro lado, normal si tenemos en cuenta que los tipos de interés a esos plazos están en negativo en la mayoría de las economías desarrolladas.

Rentabilidad de fondos de inversión – Categoría Mixtos

	Rentabilidad Trimestre (euros)	Rentabilidad 2019 (euros)	Rentabilidad 2019 (divisa base)
EUR Cautious Allocation - Global	0,93	7,49	7,49
EUR Flexible Allocation - Global	2,77	12,33	12,33
EUR Moderate Allocation - Global	2,42	12,53	12,53
EUR Aggressive Allocation - Global	4,23	18,67	18,67

Datos en porcentaje A 31/12/2019. Fuente Morningstar.

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 anotándose nueva subidas que van desde el +0,9% de media en los mixtos más conservadores, hasta el +4% en la categoría de mixtos agresivos. En el conjunto del ejercicio, los fondos mixtos, una de las categorías más demandadas por los inversores, cierran el año con rentabilidades de más del

+10% de media en el caso de los productos con un mayor peso en bolsa y del +7% de media en los defensivos.

Rentabilidad de fondos de inversión – Categoría Renta Variable

	Rentabilidad Trimestre (euros)	Rentabilidad 2019 (euros)	Rentabilidad 2019 (divisa base)
Spain Equity	5,81	10,55	10,55
Eurozone Large-Cap Equity	5,00	23,81	23,81
Eurozone Mid-Cap Equity	6,74	26,44	26,44
Eurozone Small-Cap Equity	8,76	22,60	22,60
Eurozone Flex-Cap Equity	5,22	21,24	21,24
Europe Large-Cap Value Equity	6,06	20,75	20,75
Europe Large-Cap Blend Equity	5,87	24,59	24,59
Europe Large-Cap Growth Equity	7,07	30,35	30,35
Europe Mid-Cap Equity	8,92	27,57	27,57
Europe Small-Cap Equity	10,84	27,31	27,31
US Large-Cap Blend Equity	5,16	30,73	28,37
US Large-Cap Value Equity	4,16	26,11	23,84
US Large-Cap Growth Equity	6,35	34,77	32,34
US Mid-Cap Equity	3,92	32,09	29,70
US Small-Cap Equity	5,69	28,42	26,11
Global Large-Cap Growth Equity	6,42	31,60	29,22
Global Equity Income	4,66	23,85	21,61
Global Large-Cap Value Equity	5,78	21,43	19,23
Global Flex-Cap Equity	6,18	24,02	21,78
Global Large-Cap Blend Equity	5,49	26,09	23,81
Global Small-Cap Equity	6,93	25,92	23,65
Japan Large-Cap Equity	4,89	21,53	18,20
Japan Small/Mid-Cap Equity	7,31	22,89	19,53
Asia-Pacific Equity	5,48	20,25	18,08
Asia ex-Japan Equity	7,61	21,52	19,33
Global Emerging Markets Equity	7,78	21,04	18,86
Latin America Equity	8,45	22,01	19,81
China Equity	8,84	26,79	24,50
Brazil Equity	11,46	29,62	27,28
India Equity	0,82	7,13	5,20
BRIC Equity	9,92	27,77	25,46

Datos en porcentaje A 31/12/2019. Fuente Morningstar.

Por lo que se refiere a los fondos que apuestan por los mercados bursátiles, la evolución durante el cuarto trimestre del año ha sido, en general, muy positiva. Entre los fondos que más se han revalorizado a lo largo de los últimos tres meses se encuentran los productos que invierten en mercados emergentes, en empresas de pequeña capitalización europea y en el sector salud. Todos ellos con subidas de dos dígitos.

Rentabilidad de fondos de inversión – Sectoriales

	Rentabilidad Trimestre (euros)	Rentabilidad 2019 (euros)	Rentabilidad 2019 (divisa base)
Sector Equity Precious Metals	7,53	42,90	40,32
Sector Equity Technology	8,81	37,82	35,33
Sector Equity Utilities	1,19	26,88	24,58
Commodities - Energy	9,43	26,80	24,51
Sector Equity Consumer Goods & Services	3,91	26,37	24,09
Sector Equity Financial Services	6,92	26,22	23,94
Sector Equity Healthcare	10,23	23,96	21,72
Sector Equity Energy	2,48	12,48	10,45

Datos en porcentaje A 31/12/2019. Fuente Morningstar.

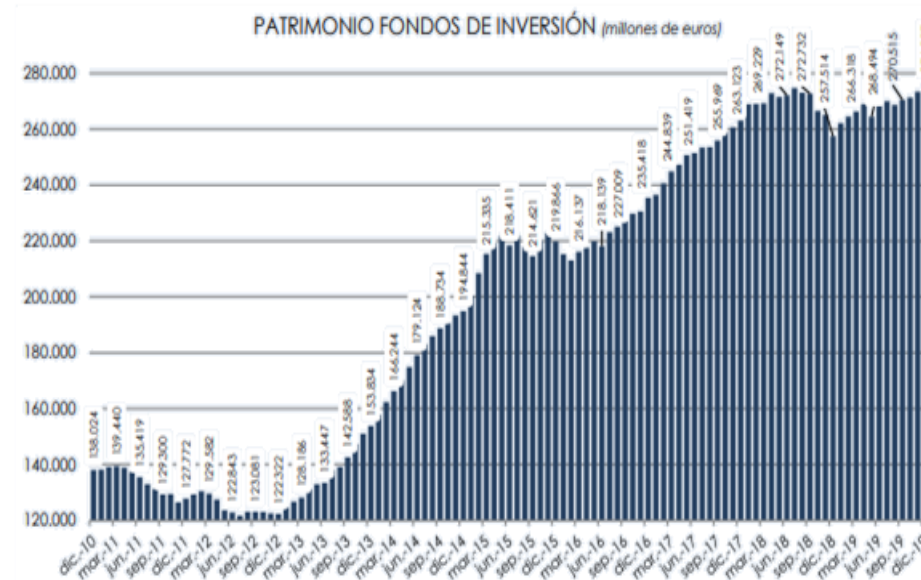
En el conjunto del ejercicio, destacar los rendimientos de los fondos centrados en el sector de metales preciosos. El repunte cosechado por el oro en los momentos de mayor volatilidad e incertidumbre de 2019 ha llevado a los fondos que invierten en empresas mineras a alcanzar una revalorización del +40%. Por detrás, se han quedado los fondos que apuestan por el sector de la tecnología, con una rentabilidad media en el año del +35%.

Entre los fondos que menos se han revalorizado en 2019 dentro de la categoría de renta variable se encuentran los productos que invierten en el mercado bursátil indio, que en el año se han revalorizado un +7% de media: los últimos acontecimientos en India apuntan a una situación difícil en varios frentes, entre ellos el consumo, los préstamos en el sistema bancario en la sombra, la

agricultura y sus numerosas dificultades, así como los problemas relacionados con la disponibilidad de datos económicos.

También en los puestos bajos del ranking por rentabilidad se han situado los fondos que apuestan por la renta variable española. En este caso con una revalorización muy similar a la conseguida por el IBEX 35, en torno al +10,5% de media.

Con todo ello, no es de extrañar que a la hora de analizar las cifras del volumen patrimonial gestionado por los fondos de inversión en el mercado español tengamos que hablar de cifras récord. Los activos en fondos alcanzaron a finales de diciembre los 276.557 millones de euros, lo que supone un incremento de más de 19.000 millones respecto al cierre de 2018 (un 7,4% de incremento).



Ahora bien, ese incremento se ha debido en un 91% a la revalorización de las carteras por efecto mercado, mientras que tan sólo un 9% se debe a la entrada de dinero. Y es que a los inversores les está costando olvidarse de las correcciones de 2018, haciéndoles perder una muy buena oportunidad para diversificar y rentabilizar los ahorros.

Hay que destacar que la tendencia empieza a cambiar, y en diciembre los fondos de inversión registraron unas suscripciones netas de 1.354 millones de euros, una cifra que no se veía en el sector desde marzo de 2018.

Destacaron en diciembre los fondos de renta fija mixta internacional, que obtuvieron entradas netas superiores a los 481 millones de euros y cierran el año con suscripciones positivas de 4.016 millones de euros. En cambio, la renta fija mixta con exposición euro cierra 2019 con reembolsos superiores a los 3.035 millones.

Al igual que en los dos meses anteriores, los fondos de renta variable internacional lograron captar el interés inversor del partícipe, y registraron suscripciones netas en todas sus variantes de casi 280 millones de euros. En el conjunto del año, estos fondos han acumulado más de 2.000 millones de flujos netos positivos, destacando la renta variable internacional europea, con 3.386 millones de euros de suscripciones netas.

En cualquier caso, la renta fija a largo plazo cierra 2019 como la categoría con mayor volumen de suscripciones en el año (4.551 millones de euros).

Por el lado de los reembolsos netos, las categorías de objetivo de rentabilidad no garantizado, globales y retorno absoluto cierran el año con más de 2.000 millones de euros de reembolsos cada una, acumulando entre las tres casi 7.000 millones de euros de salidas netas.

A nivel europeo, los fondos que más flujos de dinero estaban recibiendo hasta noviembre (últimos datos conocidos) eran los monetarios en dólares, así como los fondos de renta variable y renta fija global.

Por el contrario, entre las que sufren una mayor salida de dinero se encuentran las correspondientes a fondos monetarios, de renta fija europea y, como en el caso español, los garantizados.

FLUJOS DE DINERO ESTIMADOS mes de noviembre (millones €)

Categorías con mayores flujos de entrada	1 mes	QTD	YTD	1 año
USD Monetarios	19.271	31.098	62.266	69.759
Renta Variable Global Large Cap	9.857	14.391	45.271	48.261
Renta Fija Global	7.124	17.802	94.548	87.228
Mixtos Moderados	3.871	6.496	7.860	5.354
Renta Variable Global Emergente	3.453	4.210	1.579	1.746
Renta Fija Libras	3.079	3.310	4.600	2.862
Renta Fija USA	2.819	6.210	21.187	23.557
Renta Fija Diversificada	2.502	5.754	28.048	24.534
Mixtos Defensivos	2.414	3.708	2.570	-18
Renta Fija Asia	1.205	2.554	10.999	11.117

Categorías con mayores flujos de salida	1 mes	QTD	YTD	1 año
Euro Monetarios	-9.161	-9.315	23.077	21.659
Renta Fija Europa	-3.627	-540	57.732	48.354
Garantizados	-2.930	-3.246	-4.112	-4.267
GBP Monetarios	-2.410	-9.318	17.520	27.906
Market Neutral	-1.117	-2.252	-13.910	-15.764
Mixtos Diversificados	-1.047	-1.686	-3.063	-4.167
Renta Variable Europa Large Cap	-960	-4.502	-52.621	-57.610
Long/Short Equity	-779	-1.120	-8.207	-9.600
Renta Fija Emergentes	-667	948	30.298	29.427
Multialternativos	-636	-1.611	-22.378	-26.366

© Copyright 2020 Morningstar, Inc. Datos a 30/11/2019.

¿Qué factores han contribuido al alza de mercados y fondos?

2019 termina convirtiéndose en uno de los ejercicios más rentables de la última década. Lo cual no significa que haya sido un año plácido para los inversores. Ha habido momentos de alta volatilidad (meses de mayo, agosto, primeras

semanas de octubre, de noviembre y de diciembre) provocados por los mismos factores que finalmente han contribuido al cierre positivo:

- La relativa calma alcanzada en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. Aunque éste ha sido también uno de los principales elementos desestabilizadores de los mercados a lo largo del trimestre, con el anuncio a principios de diciembre de la aplicación de nuevos aranceles sobre productos argentinos, brasileños y franceses provocando importantes correcciones en los mercados y rompiendo la racha alcista vivida en noviembre. Finalmente, la decisión de llevar a cabo la firma del acuerdo Fase1 en las primeras semanas de 2020 apaciguó los ánimos entre los inversores y favoreció el fuerte repunte de las bolsas durante la última semana de diciembre.
- Políticas monetarias más acomodaticias en las principales plazas financieras. La Reserva Federal volvió a recortar los tipos de referencia en octubre, situándolos en la franja del 1,5%-1,75%. En la Eurozona, Dragui cedió el testigo a Christine Lagarde y aunque en la primera reunión del BCE presidida por ella celebrada el 12 de diciembre no se realizó ningún cambio sobre la hoja de ruta marcada por su antecesor, sí se reiteró el compromiso del BCE de adoptar todas las medidas que sean necesarias para sostener el crecimiento económico de la eurozona, insistiendo en la necesidad de que los gobiernos se impliquen poniendo en marcha políticas fiscales que den una mayor fortaleza y continuidad al crecimiento económico. También los bancos centrales de Reino Unido, Japón y China han puesto en marcha nuevos programas de estímulo monetario para reactivar el crecimiento de sus respectivas economías.
- La leve mejora observada en los diversos indicadores macroeconómicos de Europa, que permiten alejar el riesgo de recesión, y también la mejora en los indicadores de otras economías como la de Estados Unidos y China.

- La relajación de las tensiones entre Reino Unido y la Unión Europea provocadas por las negociaciones sobre el Brexit tras la convocatoria de elecciones y el posterior triunfo de Boris Johnson.



Mar Barrero
Arquia Profim Banca Privada
@mbarrero1

Macroeconomía

Expectativas económicas – Pictet Asset Management

	GDP GROWTH		INFLATION		CORPORATE PROFITS		BOND YIELDS	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	Current	2020
US	2.3	1.5 ↓	1.8	2.2 ↑	1.4	9.8 ↓	1.8	1.9 ↑
Euro-area	1.1	0.9	1.2	1.2	0.5	10.5 ↓	-0.3	-0.4 ↑
UK	1.1	0.9	1.9	2.1	-2.2	7.8	0.7	0.9
Switzerland	0.8	1.4 ↑	0.4	0.5 ↓	7.8	9.4 ↓	-0.5	-0.6
Japan	1.1	0.4	0.5	0.6 ↓	-2.0	6.0	-0.1	-0.1
China	6.2	5.9	2.5	2.8 ↑	20.1	12.9	3.3	2.7
Emerging markets	4.2	4.6 ↑	3.4	3.5	1.2	14.1	5.1	
Global	2.8	2.7	2.3	2.5	0.9	10.0 ↓	0.9	

Los datos de crecimiento siguen siendo bajos en la Eurozona. Aunque esquivan, por ahora, la recesión, el sector industrial terminó 2019 en zona de contracción. El PMI del sector manufacturero sigue en zona de crecimiento negativo, situándose en diciembre unas décimas por debajo del nivel marcado un mes antes (se ha pasado del 46,9 en noviembre al 46,3 en diciembre).

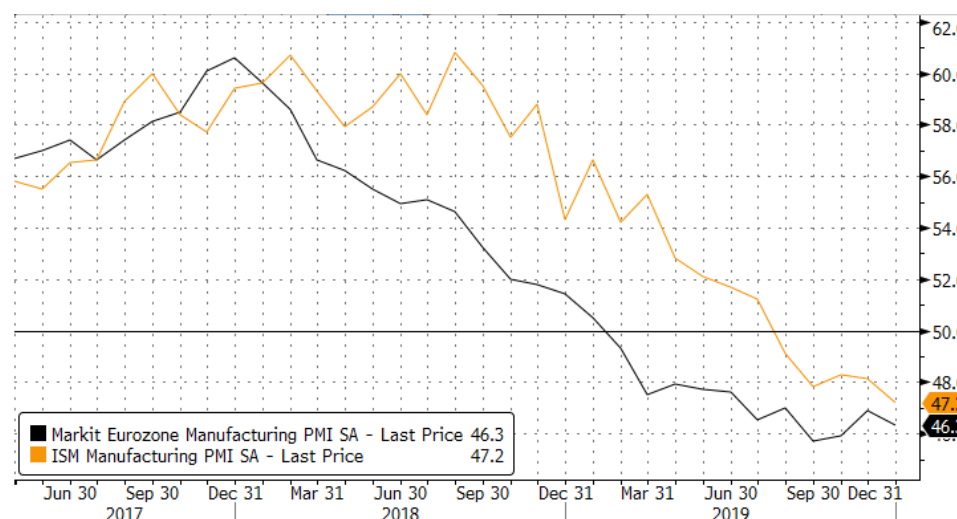
En sentido opuesto, la actividad del sector servicios sube más de lo previsto y cierra diciembre en 52,8 frente al 51,9 fijado en noviembre, y por encima también de las previsiones de los analistas que lo situaban en el 52,4.

Respecto al PMI Compuesto (engloba servicios e industria), cierra el año en zona de crecimiento positivo (por encima de 50) con un dato de 50,9.

La tasa de desempleo en la zona euro sigue en niveles no vistos desde 2008: 7,5%. La tasa de paro descendió del 7,8% en enero hasta el 7,5 % en junio y desde entonces no ha dejado atrás esa cota, salvo cuando subió al 7,6% en julio

y septiembre. La ralentización en la reducción del paro es coherente con las últimas previsiones económicas de la Comisión Europea, que este otoño proyectó una moderación en la creación de empleo de aquí a 2021 algo mayor de la prevista en primavera debido al menor crecimiento económico.

PMI Manufacturero – Zona Euro vs EE.UU.

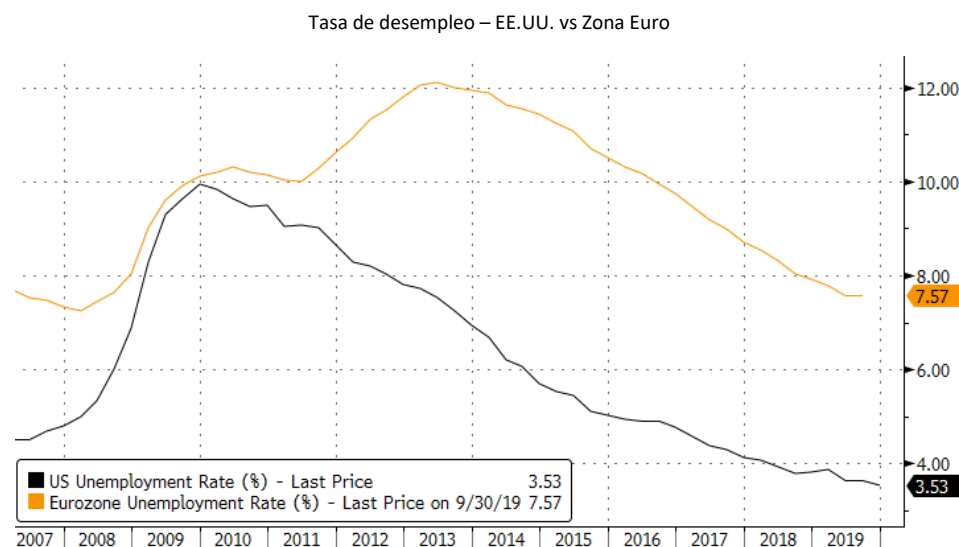


En España, el sector servicios sigue acelerándose, mientras que el sector industrial continúa en zona de contracción. El Índice de Gestores de Compras del sector servicios (PMI) de Markit subió a 54,9 desde el nivel de 53,2 de noviembre. Por el contrario, el sector manufacturero español corrige una décima y se sitúa en 47,4. La tasa de desempleo bajó una décima en noviembre y se sitúa en el 14,1%, la segunda más alta de la Unión Europea tras Grecia (16,6%).

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre se ha situado en el +2,1% frente al +1,9% que preveían los analistas, y el aumento mensual de los pedidos de

bienes duraderos y la producción industrial de bienes de equipo apuntan a un crecimiento trimestral del +5%.

El ISM para el sector servicios, por su parte, acelera su subida en diciembre hasta situarse en 55 frente al 53,9 del mes anterior (el dato de PMI para el sector servicios en Estados Unidos publicado por Markit, lo sitúa en niveles de 52,8).



La tasa de paro en EEUU se mantuvo en el 3,5% en diciembre, la más baja en 50 años, en un mes en el que se crearon 145.000 nuevos puestos de trabajo. Con estas cifras, la economía estadounidense continúa cerca del pleno empleo, aunque la cifra de nuevos puestos de trabajo estuvo por debajo de los 165.000 que preveían los analistas. En todo, en 2019 Estados Unidos añadió 2,1

millones de empleos, frente a los 2,7 millones de 2018, pero aun así marcó el noveno año consecutivo en el que esta cifra supera los 2 millones.

En el lado negativo, al igual que sucede en Europa, los datos sobre la evolución del sector manufacturero siguen decepcionando. Según las mediciones realizadas por el Institute for Supply Management de Estados Unidos (ISM), el sector industrial se mantiene en zona de contracción con un registro del 47,2, empeorando sus datos respecto a la observación de 48,1 del mes de noviembre.

Por lo que respecta a los resultados empresariales publicados a lo largo de los meses de octubre y noviembre (con cierre de datos del trimestre anterior), confirmaron que, si bien los ingresos de la gran mayoría de las compañías han superado las expectativas de los analistas, este año el crecimiento de beneficios se ha reducido respecto a ejercicios anteriores.



Mar Barrero
Arquia Profim Banca Privada
@mbarrero1

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	● ● ● ○ ○

El mundo de los mercados es siempre complicado. O aparentemente lo era hasta que descubrimos las bondades del QE, que lo ha vuelto todo mucho más fácil. Desde que lo descubrimos lo único que parece que tenemos que mirar es si la Fed está inyectando liquidez o retrayendo, y sabemos que los mercados subirán (si inyecta liquidez, como 2019) o bajarán (si la retiran, p.e. 2018).

A partir de aquí, podemos olvidarnos de fronteras eficientes de distribución de activos, diversificación, optimización de carteras, etc, etc. En resumen, compra todo lo que se ponga por delante si la Fed sigue poniendo fichas sobre la mesa.

Con todo esto, debería ser muy fácil hacer el *asset allocation* para 2020, pero como decíamos, todo depende de si la Fed sube o baja tipos de interés...y para 2020 nuestro escenario principal es que no haga ni una cosa ni la otra.

Efectivamente, sus escenarios van en línea de no hacer nada más de lo que está haciendo, y sin una política monetaria activa en marcha, los mercados se van a quedar sin rumbo, y con una cantidad ingente de gestores y analistas con poca experiencia de mercado más allá de la vivida en los mundos de fantasía del QE (que lleva más de 10 años en marcha!).

Nuestro enfoque, en este nuevo escenario, es el de volver a los métodos tradicionales de gestión, y a echar mano de una de las principales reglas de los inversores: la diversificación.

La diversificación, por otro lado, es difícil de aplicar en un entorno donde los precios están tan influenciados por la acción pasada y actual de los bancos centrales.

En renta fija, por ejemplo, nos encontramos en una situación donde tenemos que extremar la prudencia. La búsqueda desesperada de rentabilidad de los inversores conservadores ha provocado que sea extremadamente fácil emitir bonos de renta fija y que el mercado los compre sin prestar demasiada atención a los riesgos de cada emisión.

Algunas compañías han estado emitiendo en un ejercicio de ingeniería fiscal destinado a incrementar la rentabilidad de sus acciones mediante la emisión de bonos y la recompra de sus propias acciones, procediendo a apalancarse en una época de dinero fácil.

Otras, por otro lado, están utilizando este interés por la renta fija corporativa simplemente para sobrevivir. Sería el caso de compañías que por si sólo deberían desaparecer por ser inviables, pero que pueden seguir funcionando siempre que consigan financiación a tipos irrisorios, como los que tenemos ahora mismo. Son las compañías conocidas como empresas-zombie.

El resultado es que el tamaño del mercado de renta fija privada ha crecido sin parar gracias al apoyo de los programas de expansión monetaria de los bancos centrales, con un volumen emitido en bonos *investment grade*⁶ que ha pasado de los 800.000 millones de dólares en 2007 a los 3.300.000 millones de dólares actuales (se ha multiplicado por 4). Además, la calidad de estas emisiones ha caído, con el porcentaje emitido en BBB (grado más bajo de la categoría) pasando del 35% al 50% del total.

En algún momento, estos bonos de compañías poco rentables acabarán reflejando su riesgo real, probablemente cayendo a un *rating* de grado especulativo (o high yield), o quebrando.

En renta variable, por otro lado, nos encontramos una categoría de valores con una valoración correcta desde una perspectiva histórica. Sin más recortes de tipos de interés no podemos esperar que en 2020 siga la expansión de múltiplos, pero sí que deberíamos ver una mejora de los resultados corporativos de estas empresas, con estimaciones en el sector de alrededor del +8% para 2020.

Las condiciones financieras benignas deberían también colaborar en el impulso del crecimiento, y se sitúan en estos momentos en un nivel históricamente elevado respecto los últimos diez años, al tiempo que deberíamos estar tocando los mínimos en el PMI manufacturero, desde el cuál debería empezar a mejorar.

Además, tenemos una combinación de nuevos flujos de compra provenientes de los inversores que han estado sobreponderando liquidez todo este tiempo y se han perdido el rally, más los que consideran que no hay otra opción que invertir en renta variable, más los inversores retail que prácticamente no han participado

⁶ Investment Grade: bonos con rating BBB- o mejor, conocido como grado de inversión, en oposición a los bonos High Yield, con rating BB+ o peor, conocidos como bonos de grado especulativo, o despectivamente bonos basura.

en las subidas de 2019. La suma de estas entradas podría suponer un nuevo impulso para que la bolsa siga aumentando sus ganancias.

Nuestra principal preocupación en el ámbito de la renta variable es el crecimiento del crédito privado chino, que ha desarrollado una fortísima correlación con el PMI manufacturero alemán. Esta última fase recesiva en el sector manufacturero alemán coincide con las medidas chinas para evitar las potenciales burbujas gracias a la facilidad del crédito privado, y estas deberían tocar su fase final. Sin embargo, si el crecimiento del crédito sigue subyugado será más difícil el relanzamiento de la actividad industrial europea.

No debemos perder la perspectiva del análisis del Earnings Yield Gap, la comparación de rentabilidad entre los dividendos de las acciones y la TIR de la deuda pública.

Earnings Yield Gap – Zona Euro vs EE.UU.



El análisis da una clara recomendación de sobreponderar renta variable sobre renta fija, especialmente en Europa, que se ha apreciado poco respecto la bolsa

americana y donde, más importante aún, la rentabilidad de la deuda pública está en mínimos.

Así pues, vamos a optar por una exposición media en bolsa, aumentando el peso de la bolsa europea y buscando sectores que aporten crecimiento como la tecnología, flujos de ingresos constantes como las infraestructuras, y buscando oportunidades en valores de crecimiento altamente penalizados como en materiales. Las compañías vinculadas a una transición hacia una economía más en equilibrio con el medio ambiente también podrían ser una muy buena oportunidad de inversión.

En renta fija nuestra estrategia es la del *bear stepping*: consideramos que los tipos de interés a largo plazo van a aumentar a medida que desaparece el riesgo de recesión, mientras los tipos a corto se mantendrán estables en línea con la política monetaria de la Fed y el BCE. Claramente, la deuda a corto plazo de Estados Unidos es la más atractiva.

En crédito nuestras expectativas son pesimistas y creemos que la clase de activos está sobrevalorada, especialmente en Estados Unidos. En Europa preocupa menos por el rol del BCE comprando bonos *investment grade*, pero debemos ser conscientes que si en Estados Unidos los *spreads* empiezan a aumentar, este efecto se trasladará a Europa.

En cambio, vemos más atractivo en la deuda emergente, que ofrece rentabilidades que compensan los riesgos y en un escenario de dólar estable no deberían ser penalizadas.

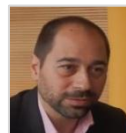
Fuentes: Bloomberg, Morningstar, Pictet Asset Management, Fidelity, Goldman Sachs, Inverco



Ramon Cirach
Arquia Gestión SGIIC
@moncirach



Mar Barrero
Arquia Profim Banca Privada
@mbarrero1



Josep Bayarri
Arquia Banca
@BayarriMarkets

Aviso Legal:

Arquia Bank, S.A. (Arquia Banca), inscrita en el Registro del Banco de España con el nº 3183 y autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a prestar servicios de inversión y auxiliares a éstos. Este documento no tiene valor contractual, y la información que contiene podría modificarse sin previo aviso. Este documento no constituye asesoramiento financiero explícito o implícito, y no supone solicitud, invitación u oferta de compra, venta, suscripción o negociación de instrumentos financieros o valores mobiliarios. La información que contiene este documento se refiere al periodo de tiempo que figura reflejado en el mismo y ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables y, aunque se han realizado los mejores esfuerzos para garantizar que no sea incorrecta, Arquia Banca no garantiza que sea exacta y completa, razón por la cual, no debe confiarse en ella como si lo fuera, de tal forma, que Arquia Banca declina cualquier responsabilidad por los errores que pudiera contener dicha información, y en particular, no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida patrimonial o perjuicio (directo o indirecto) del destinatario o receptor de este documento, que haya hecho un uso indebido de la información ofrecida en este informe. Cualquier cifra relativa a resultados o rentabilidades pasadas o rendimientos históricos no son un indicador fidedigno de rentabilidades o resultados futuros. Las perspectivas de futuro que pudiera contener este documento, son opiniones susceptibles de cambio. Queda prohibida la reproducción, copia, distribución y difusión, parcial o total por cualquier medio del presente documento, salvo autorización escrita de Arquia Banca. Todos los derechos reservados.