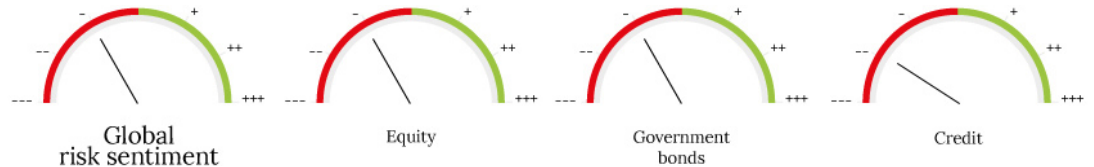


NUESTRO ANÁLISIS MENSUAL SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



► ORO: POR QUÉ UNA RENTABILIDAD CERO ES MEJOR QUE UNA RENTABILIDAD NEGATIVA

Un repunte en un mercado bajista no es un mercado alcista

Los mercados de renta variable han empezado el año en muy buena forma de momento, en contraste con los malos resultados del pasado diciembre. La cuestión principal, por lo tanto, es: «¿Se trata de un repunte en un mercado bajista o de un nuevo mercado alcista?» Nos inclinamos por la primera opción. Está claro que a finales de 2018 hubo algunas distorsiones, exageraciones y algunas gangas para los más valientes, pero ¿qué ha cambiado realmente en las últimas semanas para que adoptemos una actitud más alcista, especialmente tras el rápido repunte que ha habido recientemente?

No habrá una estabilización macroeconómica antes de la primavera

En el plano macroeconómico, el contexto de crecimiento económico se ha ido deteriorando. Esto se observa en Europa y en Japón, que rozan ahora el estancamiento, pero también en Estados Unidos a medida que se disipa gradualmente el impacto del estímulo fiscal. Por otra parte, el cierre del gobierno tampoco favorecerá las cifras del primer trimestre. Se han observado algunos signos incipientes de estabilización de los datos de China, algunos anuncios vagos de mayor relajación de las políticas, y las recientes esperanzas de un acuerdo sobre el comercio con los Estados Unidos, que podría resultar ser solo una tregua. En consecuencia, no prevemos ninguna estabilización del crecimiento antes de la primavera, en el mejor de los casos.

Los comentarios de la Fed calman los ánimos de los inversores

En cuanto a la inflación, permanece moderada y bien controlada, incluso después de diez años de expansión en Estados Unidos y en las principales economías de los mercados desarrollados (MD). Los vigilantes de los activos de renta fija y la inflación, que finalmente tuvieron algunos momentos de gloria el año pasado, desaparecieron de repente en el cuarto trimestre con el desplome del petróleo y los activos de riesgo.

En 2019 podría recuperarse el crecimiento o producirse un aterrizaje suave

Por consiguiente, el único cambio significativo ha sido el del tono de la Fed. Si bien Jerome Powell había parecido demasiado agresivo en octubre, ahora ha calmado los ánimos de los inversores con términos como «pacientes», «flexibles» y «en función de los datos». La Fed apareció justo a tiempo para detener la sangría antes de que se descontrolara. ¿Y ahora qué?

La prudencia exige considerar todas las opciones: el oro es ahora más seguro que la renta variable

Hay dos escenarios posibles. El crecimiento podría repuntar en la segunda mitad de este año y la Fed tendrá que seguir normalizando la política (al igual que otros bancos centrales de MD), haciendo bajar las valoraciones de activos que tal vez no eran suficientemente atractivos en comparación con la rentabilidad real positiva de una inversión clásica en efectivo. O bien, el crecimiento disminuiría gradualmente con un largo aterrizaje suave (en estos momentos no consideramos probable una recesión fuerte y brusca) y se fantasearía con una sorpresa positiva de los beneficios en los próximos trimestres.

En conclusión, la renta variable debería permanecer dentro de un rango contenido y los tipos de interés con un límite en los próximos meses. Por lo tanto, mantenemos una actitud constructiva pero prudente, con una ligera infraponderación tanto en renta variable como en duración, especialmente en la curva del euro, y con algunos cartuchos guardados para volver a invertir cuando las valoraciones sean más atractivas. A medida que el reloj de la deuda sigue avanzando y los bancos centrales de los MD se van quedando sin munición efectiva, una asignación a oro tiene sentido actualmente. De hecho, una rentabilidad cero es mejor que la promesa de una rentabilidad negativa de unos 8 billones USD de deuda pública de estados endeudados.

Autores

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist
Maurice Harari
Senior Portfolio Manager
Adrien Pichoud
Economist



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

UN VISTAZO AL ENTORNO ECONÓMICO Y ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento se estabilizará seguramente en 2019

Desde una perspectiva macroeconómica, nos alegramos de que 2018 haya terminado. Ha sido un año de actividad económica decepcionante, de aumento de los riesgos mundiales y de unas condiciones crediticias menos benignas. Las últimas semanas del año no alteraron esta evolución, con unos indicadores económicos más flojos en Europa, China e incluso los Estados Unidos, junto con otra subida de tipos de la Reserva Federal y la confirmación por parte del BCE del fin de la flexibilización cuantitativa. Los riesgos bajistas persisten para la economía mundial, pero creemos que lo más probable este año es una estabilización del crecimiento mundial a un nivel razonable.

Riesgos bajistas si la Fed sube los tipos y Europa/China siguen desacelerando

Que estos riesgos bajistas se materialicen o no dependerá sobre todo de tres cuestiones fundamentales. La primera es la divergencia de las políticas monetarias entre Estados Unidos y el resto del mundo. Al perder fuelle el crecimiento mundial, es de prever que se haga una pausa en los procesos de normalización de los tipos. De hecho, los miembros de la Fed transmitieron hace poco un mensaje tranquilizador, instando a la «paciencia», en contraste con su postura de tono alcista de hace unos meses.

Los otros dos elementos principales necesarios para respaldar un marco macroeconómico constructivo este año son unos indicios de estabilización en Europa y China. La ralentización económica del año pasado fue desagradable, pero el crecimiento se mantuvo en terreno positivo. No obstante, a partir de los niveles actuales, todo nuevo deterioro pasaría a ser problemático. Unas políticas fiscales y monetarias laxas deberían contribuir a una estabilización en el futuro próximo, pero hay una serie de riesgos políticos, entre ellos, las negociaciones comerciales, el Brexit y las elecciones europeas, junto con una debilitación de la confianza en el sector privado, que hacen que el equilibrio de riesgos se incline a la baja.

Seguirán las dudas a corto plazo

Por lo tanto, estos tres puntos no son todavía lo suficientemente tranquilizadores como para relajarse totalmente. La posición más cautelosa de la Fed es una noticia positiva, pero frágil. Las previsiones de crecimiento de China siguen siendo inciertas y están amenazadas por los aranceles de Estados Unidos. Por su parte, Europa aún no presenta ningún signo concreto de que la actividad haya tocado fondo. Si bien nuestro escenario de base sigue siendo una previsión de mejora del entorno macroeconómico más adelante este año, las incertidumbres y riesgos de 2018 seguramente persistirán en los próximos meses.

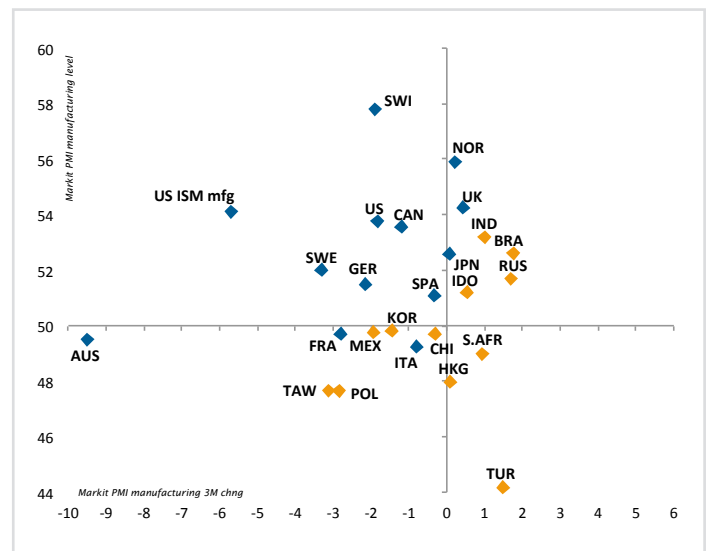
Crecimiento

Ralentización debida a Europa y China

Europa y China están repercutiendo directa e indirectamente en la ralentización económica mundial, al afectar a todas las economías que dependen de la demanda final de estas dos potencias. Norteamérica también ha perdido impulso últimamente.

Menor dinámica de crecimiento generalizada

Fuentes: SYZ Asset Management
Datos a: 21 de enero de 2019



Inflación

La política monetaria sigue laxa pero con una baja inflación

Los efectos de base de los precios de la energía están lastrando actualmente la dinámica de inflación general, en un contexto de débiles presiones inflacionistas subyacentes en todos los mercados desarrollados y varios mercados emergentes.

Postura de política monetaria

Ante un menor impulso económico, la falta de presiones inflacionistas y una tendencia generalizada hacia la normalización de las políticas, la política monetaria permanecerá laxa, pero menos que hace algunos meses.

Bajón cíclico en los MD, salvo en Japón

Economías desarrolladas

A finales de 2018, unos vientos desfavorables de carácter cíclico empezaron a afectar a todas las economías desarrolladas. La tendencia de desaceleración de la zona euro se amplió, con una ralentización pronunciada en Francia debido al impacto de la agitación social, cuyos efectos se notaron especialmente en las ventas minoristas. La economía estadounidense está experimentando una ralentización de la dinámica de crecimiento, aunque de momento no está claro si esto es simplemente que se está disipando el «subidón» de los estímulos fiscales, junto con algunos factores externos, especialmente comerciales, o algo más específico relativo a la dinámica de crecimiento subyacente del país. Cabe destacar que Japón mantiene una senda de expansión moderada pero bastante estable, respaldada por la demanda interna.



Mientras que nuestro escenario de base sigue siendo una previsión de mejora del entorno macroeconómico más adelante en 2019, es probable que la incertidumbre persista en los próximos meses.

Adrien Pichoud

Las medidas de estímulo deberían suavizar la ralentización de China

Las periferias de Asia y Europa, afectadas por la desaceleración de las potencias

Impulso positivo en Brasil; inflación en algunos ME

Economías emergentes

La ralentización de China ha sido uno de los aspectos macroeconómicos más destacados de 2018. Las políticas económicas han pasado a ser gradualmente más favorables en los últimos meses y se prevé que ayuden a estabilizar la actividad durante el año, pero su impacto aún no está reflejado en los datos económicos. La menor dinámica de China está lastrando a otras economías vecinas del sudeste asiático, de manera similar a lo que se observa en Europa del Este, donde empieza a notarse la ralentización de la zona euro.

Con Bolsonaro al frente de Brasil, la economía sigue beneficiándose de la mejora de la confianza tras su elección, y es una de las pocas grandes economías de mercados emergentes con una dinámica positiva. Persisten algunas dificultades estructurales evidentes, especialmente la tan necesaria reforma de las pensiones, pero el impulso a corto plazo es favorable.

En un entorno de inflación generalmente baja, unas pocas economías, como México, Rusia y Turquía, siguen experimentando presiones inflacionistas al alza. Esto se debe sobre todo a factores internos, que están obligando a los bancos centrales a adoptar una postura restrictiva.

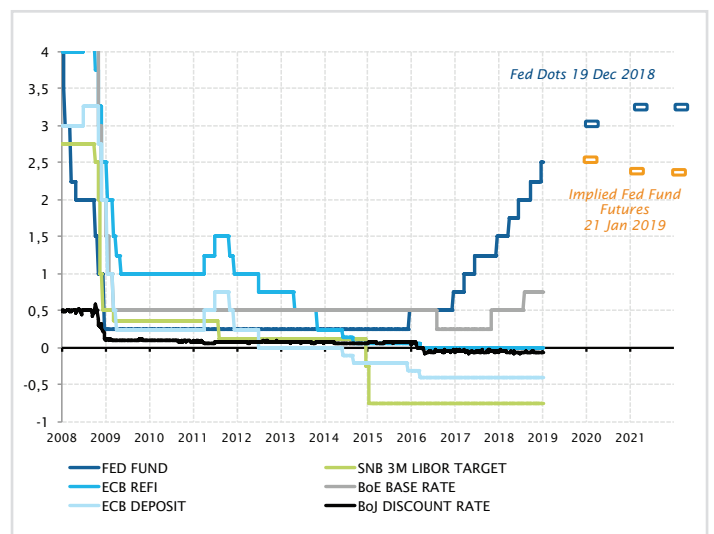


Adrien Pichoud
Economist

Principales tipos de interés de los bancos centrales

Se prevé que la Fed se tome un respiro en 2019 y seguramente otros bancos centrales no podrán normalizar mucho sus políticas. Se mantendrán los bajos tipos en 2019

Fuentes: Bloomberg, SYZ Asset Management
Datos a: 21 de enero de 2019



▶ VALORACIÓN DE ACTIVOS Y ANÁLISIS DEL GRUPO DE ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Riesgo y duración

Un lento crecimiento y las incertidumbres sobre el comercio instan a ser prudentes ante el riesgo

El clima económico no basta para justificar una revisión al alza de nuestra postura de riesgo. El crecimiento económico se está ralentizando, incluso en Estados Unidos, y los últimos datos de China no apuntan aún a un repunte de su economía. Además, persiste la incertidumbre en torno a un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. Por lo tanto, estamos dispuestos a esperar hasta que la situación sea más clara antes de revisar al alza nuestra postura de riesgo. De momento, creemos que un repunte de la renta variable será limitado, por una parte, debido a las subidas de tipos de la Reserva Federal si mejora la actividad y, por otra, por los temores sobre el crecimiento. Además, no creemos que los bancos centrales vayan a cambiar radicalmente sus posturas próximamente, salvo en caso de una recesión inminente y/o riesgo sistémico, lo cual no prevemos que se produzca.

Las acciones de alta rentabilidad por dividendo dan buenos resultados

En este contexto, mantenemos nuestra postura de riesgo en «aversión leve». No tenemos un sesgo sectorial, pero nos inclinamos por favorecer las acciones de alta rentabilidad por dividendo (con respecto al crédito), que ofrecen un *carry* atractivo, con una rentabilidad de más del 4%, y que son menos volátiles que el resto del mercado. Seguimos prefiriendo el mercado de renta variable estadounidense al europeo.

Posibilidad de revisar al alza los ME próximamente

En adelante, podríamos revisar al alza nuestra postura ante los mercados emergentes con respecto a Europa si mejoran los datos macroeconómicos, se producen avances en lo que respecta a los aranceles y se estabiliza o modera el dólar estadounidense.



Hemos mantenido estables nuestras valoraciones globales ante el riesgo y la duración, puesto que el clima económico y las valoraciones no bastan para justificar revisiones al alza. No obstante, los activos británicos empiezan a ser atractivos en cuanto a valoraciones y rentabilidades ajustadas al riesgo.

Maurice Harari

Algo de duración ayuda a compensar el riesgo

Hemos mantenido la duración estable con respecto al mes anterior, en «aversión leve». Los tipos presentan un riesgo bajista limitado, puesto que sus niveles siguen siendo bajos, pero vale la pena tener cierta duración en las carteras para compensar el riesgo. Además, la dinámica macroeconómica va perdiendo impulso gradualmente y la pausa de la normalización no permite prever un aumento significativo de los tipos.

Renta variable

Mejoran las valoraciones de los MD, pero sin ser baratas

Globalmente, las primas de riesgo de la renta variable mejoraron en casi todos los mercados de renta variable desarrollados durante el mes, pero sin llegar a unos niveles excesivamente baratos. Esta mejora se debió a unos menores rendimientos de los activos de renta fija en diciembre y a un aumento de los costes de capital. Las valoraciones de los mercados emergentes no variaron demasiado, puesto que estos mercados resistieron mejor en diciembre y las valoraciones ya eran bastante baratas.

Los activos británicos descuentan un Brexit duro, generando potencial alcista

Elevamos un peldaño la renta variable británica hasta «preferencia leve», dadas las valoraciones atractivas, la elevada rentabilidad por dividendo y porque últimamente ha perdido el favor del mercado. Una gran parte de las malas noticias ya está descontada en la libra esterlina y la renta variable británica, mientras que la valoración de esta sigue barata, por lo que hay más potencial de sorpresas alcistas, con un riesgo a la baja limitado. Un Brexit duro o sin acuerdo sería el peor escenario para los mercados, pero parece bastante improbable.

También revisamos al alza Sudáfrica hasta «aversión leve» para reducir nuestra infraponderación en los mercados emergentes.

Renta fija

Seguimos prefiriendo la renta variable líquida al crédito

Pese a un ligero deterioro de las valoraciones, la deuda pública nominal sigue siendo atractiva en el entorno económico actual y la valoramos en «preferencia leve». Hemos mantenido nuestra «preferencia leve» por los activos de renta fija indexados a la inflación, dada la mejora de las valoraciones. Las de los bonos de alto rendimiento (High Yield) y de categoría de inversión no han mejorado lo bastante como para justificar revisiones al alza. Seguimos prefiriendo la liquidez del segmento de renta variable con respecto al de crédito, menos líquido. En los mercados emergentes, la deuda expresada en divisas fuertes sigue presentando una mejor valoración que la expresada en divisas locales.

*Mejores perspectivas del
Brexit y la libra; yen y oro
para diversificar*

Divisas, inversiones alternativas y efectivo

Elevamos un escalón la libra esterlina a «preferencia leve», dadas sus valoraciones y unas mayores perspectivas de un Brexit con acuerdo.

No ha habido otros cambios en nuestras valoraciones de las divisas este mes. Hemos mantenido nuestra «preferencia leve» por el yen japonés frente al dólar estadounidense para introducir descorrelación en las carteras, mientras que hemos mantenido el franco suizo en «aversión».

Tenemos una «preferencia leve» por el oro como elemento de diversificación en el entorno actual de aversión al riesgo.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager