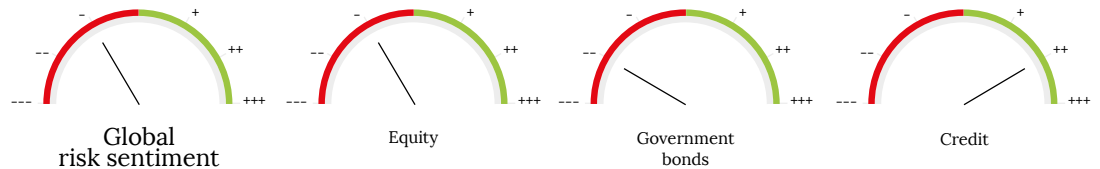


NUESTRO ANÁLISIS MENSUAL SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



EL DELICADO EQUILIBRIO DE RIESGOS EN LA FASE II DE LA PANDEMIA

Tres meses de dificultades han traído consigo un comportamiento económico sin precedentes

Los últimos tres meses han sido verdaderamente extraordinarios y difíciles para casi todo el mundo. Desde el punto de vista de los inversores, este periodo ha trastocado muchas series históricas de datos económicos y ha puesto en tela de juicio la «sabiduría convencional» en lo que respecta al vínculo entre la rentabilidad de las acciones y las revisiones de beneficios, así como las correlaciones entre las clases de activos. ¿Quién podría haber imaginado 30 millones de nuevas solicitudes de prestaciones por desempleo en Estados Unidos en solo seis semanas, unas encuestas de PMI por debajo de 30, o incluso de 20, en las principales economías, un repunte del 30% en la renta variable en medio de notables revisiones a la baja en los beneficios empresariales y una incertidumbre sin precedentes con respecto a las perspectivas, unos tipos a largo plazo estables pese a este rebote de los mercados de renta variable, o precios del petróleo en negativo, entre otros acontecimientos? La crisis de la COVID-19 comienza ahora su segunda fase. Tras la conmoción inicial y la reacción de emergencia para ofrecer cobertura, los Gobiernos están tratando de equilibrar dos necesidades en apariencia opuestas: establecer las condiciones para que se reanude la actividad económica y, al mismo tiempo, mantener la pandemia «bajo control», es decir, dentro de los límites de la capacidad del sistema de salud para atender a los afectados. Esta fase no será menos difícil desde el punto de vista de la inversión, pero los inversores tienen al menos algunos elementos tangibles en los que basarse para capear los mercados en los próximos meses.

La fase II de la pandemia conlleva intentos de estimular la actividad económica al tiempo que se contiene el virus.

En cuanto a la duración de la «pausa económica mundial», todas las economías desarrolladas están avanzando gradualmente hacia una progresiva relajación de las rígidas medidas de distanciamiento social iniciales para permitir que la vida económica reanude su curso. El riesgo de que la pandemia resurja es la espada de Damocles que pende sobre el panorama, pero parece razonable esperar que el PIB comience a recuperarse antes del verano. Recuperar el nivel de actividad económica de antes de la crisis llevará tiempo, probablemente varios trimestres, pero al menos parece haberse evitado el temido escenario de una depresión duradera.

Parece que se ha evitado una depresión duradera, ya que el PIB ha aumentado ligeramente, siempre con cautela ante un posible rebrote de la pandemia.

El tiempo dirá qué tan eficaces han sido las medidas aplicadas por los Gobiernos.

El ritmo de esta recuperación económica será probablemente el mejor indicador de la eficacia de las recientes intervenciones de los Gobiernos. Más allá del necesario apoyo al sistema de salud, el objetivo fundamental del gasto público y de las garantías es, en efecto, contener el envite a las capacidades productivas para que las empresas y los hogares no se encuentren en situación de quiebra cuando las medidas de distanciamiento social terminen por relajarse. Aún es demasiado pronto para evaluar cuánto se logrará en ese frente. La mayoría de las empresas ha dejado de publicar previsiones sobre beneficios, y los inversores siguen el ritmo de la recuperación para ganar confianza sobre las ventas y las perspectivas de ganancias.

Autores

Adrien Pichoud
Economist

Maurice Harari
Multi-Asset Strategist

Aunque los esfuerzos de los Gobiernos han sido de ayuda, aún no estamos fuera de peligro, por lo que los inversores deben ser cautelosos.

Nuestras carteras son defensivas y se centran en bonos corporativos de alta calidad.

También continúa siendo muy difícil estimar cuánto de todo esto está ya descontado en los mercados financieros. El alivio de haber evitado probablemente una depresión sostenida gracias a las intervenciones de los Gobiernos puede haber impulsado el repunte de abril en los mercados de renta variable. Del mismo modo, sin embargo, entendemos mejor la propagación y el riesgo de la pandemia, lo que también descarta la hipótesis de un rápido retorno a los niveles anteriores a la crisis. Entre estos dos extremos, la gama de resultados es bastante amplia. Los inversores deben encontrar el equilibrio entre exponerse a la recuperación económica gradual que se prevé y mantener la cautela ante los numerosos riesgos e incógnitas en los próximos meses (incluidos los que no están directamente relacionados con la pandemia, como los políticos o geopolíticos).

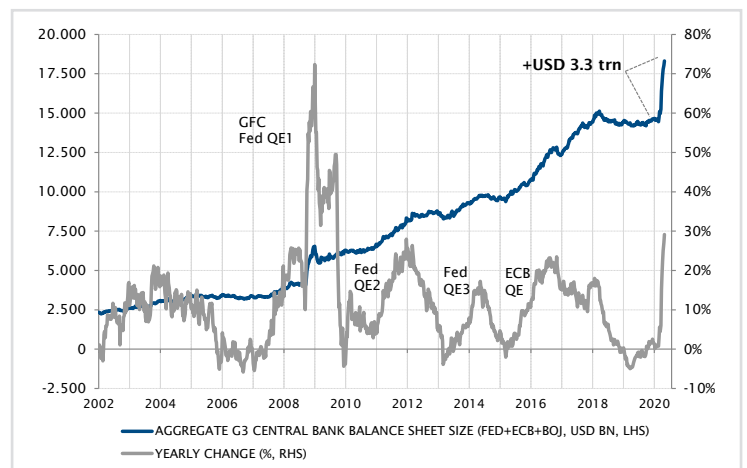
En este contexto, mantenemos la postura adoptada desde principios de abril. Las carteras conservan una inclinación defensiva, pero creemos que los bonos corporativos de alta calidad ofrecen oportunidades muy interesantes, respaldados por las políticas de los bancos centrales, que han abordado el agudo problema de liquidez de marzo. No puede decirse lo mismo del mercado de bonos de alto rendimiento y de la deuda de los mercados emergentes, en los que la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas supera el efecto de unas políticas monetarias marcadamente acomodaticias. Ahora vemos poco potencial para un nuevo descenso de los tipos a largo plazo, y menos ventajas de diversificación en la deuda pública que en el pasado, a excepción de los bonos del Tesoro indexados a la inflación, que todavía ofrecen valor, junto con el oro, en vista de las anémicas expectativas de inflación actuales y de unos tipos reales negativos. Por último, mantenemos nuestra asignación a la renta variable rondando un nivel neutro, al tiempo que orientamos la exposición geográfica y sectorial hacia la calidad y la solidez de los balances, y mantenemos las coberturas frente a una segunda caída, todavía posible.



Adrien Pichoud
Economist

Los inversores deben encontrar el equilibrio entre exponerse a la recuperación económica gradual prevista y mantener la cautela ante los numerosos riesgos e incógnitas en los próximos meses

Fuente: SYZ, Bloomberg
Datos a 05.05.2020



CONCLUSIONES DEL GRUPO DE ESTRATEGIA DE INVERSIÓN, VALORACIÓN DE ACTIVOS Y RESUMEN

Riesgo y duración

El pesimismo ya no se justifica, en vista de las políticas fiscales sin precedentes y la mejora de las valoraciones en marzo.

Mantenemos una postura defensiva y nos acercamos al mismo tiempo a un posicionamiento neutro para aprovechar los acontecimientos positivos.

Con unos tipos de interés en mínimos históricos, revisamos a la baja la duración hasta «aversión».

Aumentamos la preferencia por el riesgo a «aversión leve». A partir de ahora, en vista de nuestra hipótesis económica central (fuerte impacto negativo en el segundo trimestre con una recuperación gradual en la segunda mitad del año en las economías desarrolladas), del apoyo sin precedentes brindado por las políticas monetarias y fiscales, junto con la mejora de las valoraciones en marzo, creemos que ya no se justifica mantener una postura marcadamente pesimista.

Aunque deseamos mantener un posicionamiento defensivo, también queremos estar más cerca de la neutralidad, ya que reconocemos que los riesgos tienen ahora dos facetas, y ambas hipótesis son posibles: un nuevo frenazo o una ampliación del repunte de los activos de riesgo. Por tanto, al acercarnos a la neutralidad, evitamos equivocarnos en caso de que la evolución sea más positiva en los mercados de renta variable.

Disminuimos la preferencia por la duración a «aversión». Todos los principales bancos centrales han realizado nuevos recortes de tipos y han puesto en marcha programas de inyección de liquidez que han situado o devuelto los tipos de interés a mínimos históricos. Los tipos monetarios rondan cero en este momento en el universo desarrollado. Esto se ha reflejado en el deterioro de la deuda pública refugio denominada en USD, EUR y GBP.

Además, los Gobiernos están anunciando planes de gasto fiscal históricos para contener el efecto del parón económico. Si bien creemos que los bancos centrales harán efectivamente todo lo posible por evitar cualquier aumento de los tipos a largo plazo, el efecto a medio y largo plazo de esa expansión del endeudamiento público no está claro.

En consecuencia, consideramos que la duración tiene menos valor en las carteras actuales y que los riesgos son negativamente asimétricos en cuanto a la asunción de riesgos de tipos de interés a largo plazo.



Hemos elevado la postura de riesgo hasta «aversión leve», acercándonos a un posicionamiento neutro, aunque todavía con cautela, mientras que rebajamos la duración hasta «aversión», dado que los riesgos son negativamente asimétricos en la asunción del riesgo de tipos de interés a largo plazo.

Maurice Harari

Renta variable

Las valoraciones parecen haber mejorado, pero no se sabe con certeza en qué medida lo han hecho. Priorizamos la renta variable de la zona euro, Rusia, Estados Unidos y China, frente a la de Suiza e India.

Las ventas masivas registradas en los mercados de renta variable han desencadenado una mejora general de las valoraciones en el caso de los mercados desarrollados. Sin embargo, la gran incertidumbre en torno a las perspectivas de beneficios empresariales hace que sea difícil evaluar realmente el alcance de esta mejora.

Con todo, sobre la base de los niveles de valoración reales, elevamos nuestra posición respecto de los mercados de renta variable de la zona euro hasta «preferencia leve», mientras que redujimos la puntuación de la renta variable suiza hasta «aversión leve», ya que el ajuste ha sido mucho menos pronunciado en marzo.

Dado que la India continúa presentando menos atractivo en términos de valoraciones que otros mercados bursátiles del universo emergente, revisamos a la baja la opinión sobre la renta variable de este país hasta «aversión leve», al tiempo que mejoramos la de Rusia hasta «preferencia leve» en vista de sus interesantes valoraciones.

Mantuvimos nuestra clasificación de «preferencia» respecto de los mercados de renta variable de Estados Unidos y China.

Renta fija

Preferencia marcada respecto de la deuda corporativa de alta calidad ante la mejora de los diferenciales.

La espectacular ampliación de los diferenciales de la deuda corporativa proporciona lo que consideramos uno de esos escasos e interesantísimos puntos de entrada al universo de deuda corporativa de calidad. Por tanto, revisamos al alza esta clase de activos hasta «preferencia marcada».

Priorizamos la deuda corporativa en USD frente a la denominada en EUR en los segmentos de alta calidad y alto rendimiento.

La mejora de las valoraciones ha sido manifiesta en todo el segmento de la deuda corporativa, aunque se ha hecho aún más patente entre los títulos de alto rendimiento (*High Yield*) y de alta calidad denominados en USD. Además, la Fed se ha unido al BCE en el lanzamiento de un programa de compra de activos que admite deuda corporativa. Por estas razones, priorizamos los bonos corporativos en USD frente a los denominados en EUR en términos de preferencia relativa en los segmentos de alta calidad y alto rendimiento.

Revisamos al alza los bonos indexados a la inflación hasta «preferencia».

La mejora de las valoraciones de los bonos indexados a la inflación (sobre todo, en Estados Unidos e Italia), con el atractivo de la posible disminución de los tipos reales junto con un punto de equilibrio de la inflación infravalorado, justifica la revisión al alza de esta clase de activos hasta la clasificación de «preferencia».

Rebajamos la deuda pública hasta «aversión leve».

Por otro lado, rebajamos la clasificación de la deuda pública nominal (valoraciones caras y riesgo de política fiscal) hasta «aversión leve».

La situación de los mercados emergentes es demasiado incierta para la inversión en este momento.

Además, las perspectivas sumamente inciertas de las economías emergentes nos hacen alejarnos por el momento de los bonos en moneda local de este universo (que rebajamos hasta «aversión»).

Mantenemos la «aversión leve» para la deuda en moneda fuerte.

Por último, mantuvimos nuestra postura sobre la deuda de alto rendimiento y de mercados emergentes en moneda fuerte (en «aversión leve»), ya que las grandes incertidumbres económicas y su posible efecto en esas clases de activos empañan por el momento la notable mejora de las valoraciones.

La incertidumbre que rodea a la libra esterlina nos llevó a rebajarla hasta «aversión leve» frente al dólar.

Divisas

Con la incertidumbre en torno a las perspectivas del Reino Unido, las negociaciones del Brexit y la relajación de la política monetaria del Banco de Inglaterra, ya no vemos un argumento sólido para la apreciación de la libra esterlina. Por tanto, revisamos a la baja esta moneda hasta «aversión leve» frente al dólar estadounidense.

El oro sube hasta «preferencia».

Por otra parte, unos tipos monetarios reales de signo negativo y la posibilidad de caída de los tipos reales a largo plazo han creado un entorno favorable para el oro, que hemos elevado a la categoría de «preferencia».



Maurice Harari
Multi-Asset Strategist