

Informe trimestral de mercados

Periodo: 2º trimestre del 2018

COMENTARIO

La formación de gobierno en Italia ha sido el episodio que más volatilidad ha aportado a los mercados financieros durante el segundo trimestre, provocando un incremento de la prima de riesgo de la deuda italiana y del resto de los países periféricos. Sin embargo, cabe recordar que el referéndum sobre el Brexit o la elección del presidente Trump nos enseñaron que las economías pueden superar las expectativas de los economistas inmediatamente después de un resultado populista en unas elecciones. Entendemos este episodio como un elemento de riesgo político y no como una variable que deba influir en la evolución del ciclo económico.

Otro punto de atención estuvo centrado en el anuncio por parte de Estados Unidos de la imposición de aranceles sobre el acero (del 25%) y el aluminio (del 10%) importados. Se trata de una medida que abre la puerta a una más que probable respuesta de la UE y China propiciando así un aumento de las tensiones en el comercio mundial. La respuesta de los inversores a la noticia fue un movimiento de *'flight to quality'* con nuevas correcciones en los activos de riesgo y donde los sectores defensivos superaron significativamente a los cíclicos.

En el entorno macro, los ritmos de crecimiento tanto en EE.UU. como en Europa corresponden a ciclos en expansión. En EE.UU. el PIB se sitúa en el 3% mientras en la Eurozona se sitúa en el 2%. Además, se ha alejado la amenaza de la deflación y alcanzando las inflaciones el 2% en la economía americana y del 1,5% en la europea. La actividad global ha completado el primer semestre del año con un crecimiento dinámico, en cotas cercanas al 3,8% de 2107. Estas cifras positivas, que proceden de buenos registros tanto en las economías avanzadas como en las principales emergentes, contrastan con la intensificación de los riesgos bajistas, especialmente los de carácter geopolítico y comercial, y un cambio de tono en el entorno financiero.

En junio la Fed anunció una nueva subida de los tipos directos hasta el 1,75% - 2% tal y como se esperaba. El discurso de Jerome Powell y las previsiones de los miembros del FOMC centraron la atención. Mientras que en marzo predijeron unos tipos de los fondos de la Fed del 2,1% a finales de 2018 ahora anticipan unos tipos del 2,4%, lo que implica una subida adicional de los tipos directos, de 3 a 4 aumentos de tipos en 2018. Los miembros del FOMC también mantienen la idea de 3 subidas de tipos en 2019. En Europa, el Banco Central Europeo anunció el cese de su programa de compra de activos a finales de diciembre de 2018, disminuyendo a 15.000 millones mensuales las compras de los últimos tres meses del año.

En este primer semestre la renta variable no ha respondido a las expectativas generadas a inicio de ejercicio. Los principales índices han obtenido rentabilidades negativas. El FTSE 100 (-0.85 %), el Nikkei 225 (-1.06 %), el DAX (-4.73%) y el Ibex 35 (-2.06 %), el Eurostoxx 50 cerró el trimestre con un retroceso del -0.47% al que contribuyeron tanto los estilos Value como los Growth. Sin embargo, han sido los mercados emergentes la zona más castigada por la inestabilidad comercial y por la revalorización del USD en este segundo trimestre, cerrando el semestre con una pérdida de -6,60%. En el mercado de divisas hemos asistido a una aceleración en la revalorización del dólar americano frente al euro. Tras iniciar el año en la zona del 1,20 €/\$, el dólar inició su depreciación hasta alcanzar el 1,25 €/€ de cierre de trimestre recuperando hasta el 1,16 ante episodios de volatilidad como la crisis italiana.

La moneda americana ha actuado como activo refugio ante eventos de volatilidad. Las carteras se mantienen sobreponderadas en renta variable, con mayor exposición a Europa respecto EE.UU. No obstante se implementa una reducción de la sobreponderación en renta variable desde el 110% hasta el 105% respecto a la referencia. El riesgo político y la posibilidad de una escalada en las tensiones comerciales a nivel global condicionan el flujo inversor internacional hacia los activos de riesgo.

Nuestro posicionamiento en renta variable de EE.UU. se mantiene en la neutralidad. Las valoraciones resultan especialmente elevadas con respecto a otros mercados bursátiles. Mantenemos neutralidad en sesgo valor y cíclico, pero incrementando el sesgo a menor capitalización. El endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos va ganando peso en el escenario macro financiero mundial y últimamente ha penalizado tanto a las bolsas como a las divisas emergentes. Como cambio relevante hemos reducido nuestra exposición desde neutral hasta infraponderar en emergentes, ya que se trata de la zona más expuesta a un posible conflicto comercial a nivel global. En Europa mantenemos una sobreexposición apoyada en la atractiva valoración de las empresas y en su potencial de crecimiento en beneficios.

Los bonos soberanos europeos se han visto afectados por la inestabilidad y en especial de España e Italia. La inestabilidad en el gobierno Italiano ha provocado incrementos en las rentabilidades de los bonos a diez años desde el 1.70% hasta el 2.80%, incrementando la prima de riesgo hasta los 250 puntos básicos. El mercado español se ha visto afectado en menor medida, el bono español a 10 años ha repuntado desde el 1.20% hasta el 1.40%, cotizando a 112 pb frente el bund alemán.