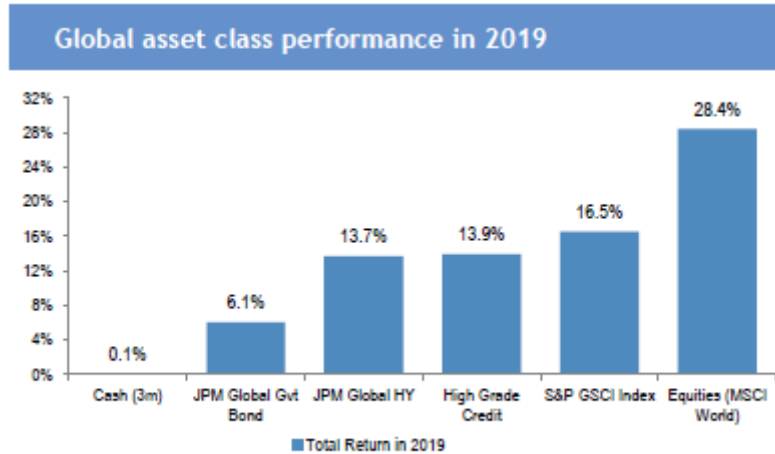


**“Puede que nunca sepamos hacia dónde vamos, pero más nos vale saber dónde estamos”
Howard Marks**

Acabó un 2019 sin cumplirse las expectativas que se tenía al inicio de año y sorprendiendo a propios y extraños con rentabilidades positivas en todas las clases de activos.



Source: Bloomberg, J.P.Morgan

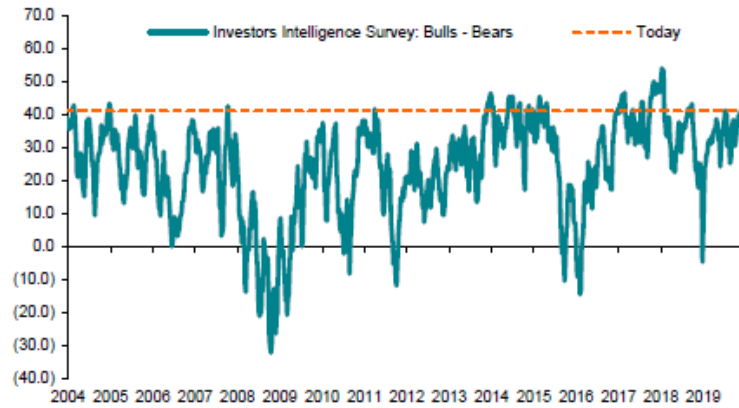
El cambio radical, de 180 grados, de la estrategia de la Reserva Federal en su política monetaria que le llevó de querer subir tipos a comienzos de 2019 a bajarlos 3 veces en un año llevó al repunte de los mercados de renta fija. A este lado del Atlántico el movimiento también fue fuerte al seguir manteniendo Draghi su “Whatever it takes” en sus últimos meses de mandato llegando el 10 años alemán a registrar rentabilidades negativas de -0,70% en agosto.

En la renta variable, a pesar de la inestabilidad geopolítica que se arrastraba ya desde el último trimestre de 2018 con la traída y llevada guerra comercial, los resultados empresariales han mostrado su fortaleza ayudados por los datos macro, que lejos de apuntar una recesión, se mantenía en su ritmo de crecimiento.

Así el año finalizaba con un anuncio de un primer acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, con el **Brexit ya “medio” consumado**, los **Bancos Centrales** en modo “wait and see”, **soportando a los mercados**, los datos **macro** dando síntomas de **recuperación** habiendo llegado los indicadores manufactureros a unos mínimos, a partir de ahí sólo queda repuntar, con lo cual el crecimiento se sigue manteniendo, en el entorno global se espera crecimiento en torno a 3,4%, liderado por los emergentes con previsiones de 4,8% frente a los desarrollados con un 1,7%.

El **sentimiento de mercado es más positivo** acercándose a niveles que indican sentimiento comprador, frente al sentimiento negativo y vendedor que existía hace justo un año atrás.

Retail investor surveys have started to turn bullish



Source: EPFR, Bloomberg, Exane BNP Paribas estimates

Para este **2020** se está **positivo en mercado de renta variable** cuyos **catalizadores** de mercado serían:

*La **resolución parcial del conflicto comercial**, con la reactivación del comercio mundial, **repunte del sector manufacturero**, revisión al **alza con ellos de los beneficios empresariales** a ambos lados del Atlántico, dada la correlación que existe entre los datos manufactureros y la evolución de los beneficios por acción. No hay por lo tanto signos que indiquen recesión de las economías.



Source: J.P. Morgan, Markit

Figure 6: Eurozone 12m Fwd. EPS growth and Eurozone manufacturing PMI



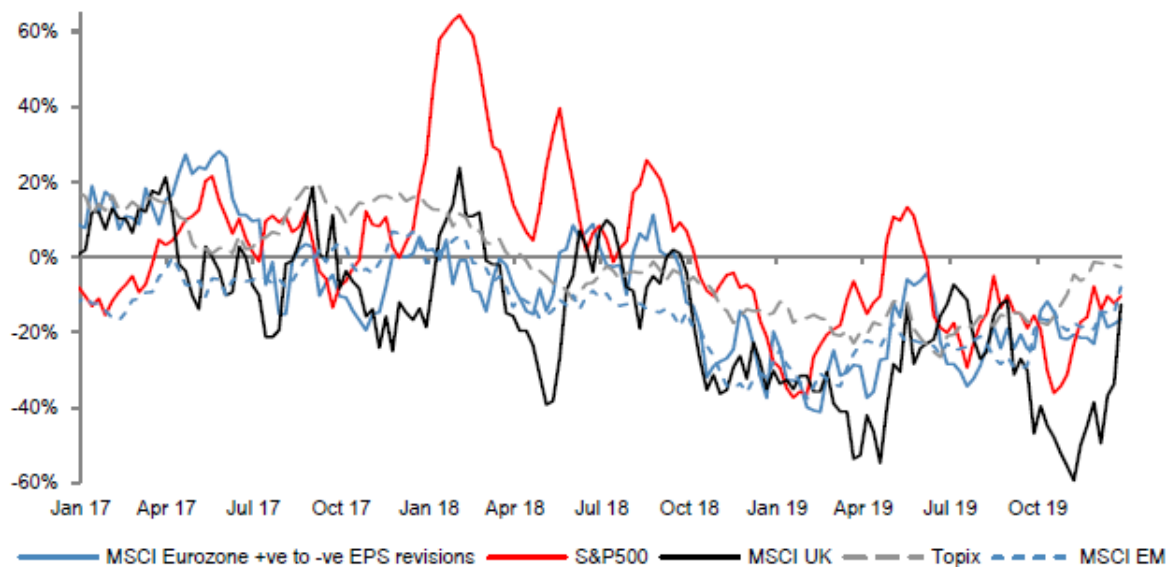
Source: IBES, Markit

Una recuperación de la actividad traerá una estabilización en la recesión de beneficios empresariales que fueron revisados a la baja durante todo el 2019 y que para este 2020 se esperan que suban cerca de un 10%.

Earnings Growth expectations

	EPS Growth		
	2019e	2020e	2021e
World	-0.1%	8.9%	9.6%
US	1.1%	9.0%	11.2%
Europe	-0.7%	8.9%	7.9%
Eurozone	-1.3%	10.2%	9.1%
Japan	-6.5%	9.8%	8.8%
EM	1.0%	15.0%	13.2%

+ve to -ve EPS revisions for key regions



Source: IBES

*El **soporte de los Bancos Centrales** con la ayuda de la **política fiscal** de determinados gobiernos (Estados Unidos, China estímulos, Alemania).

La inflación por su parte está bajo control aunque con repuntes puntuales con el encarecimiento del coste de la energía. Los salarios siguen creciendo aunque moderadamente.

Mientras los tipos se mantengan en estos niveles **se prefiere estar infrponderado en renta fija**. En renta fija se estaría más en gobierno emergente donde tienen capacidad de actuación de política monetaria y por lo tanto se ve aún recorrido.

La **renta variable sigue siendo más atractiva** que la renta fija. Incluso a nivel sectorial el dividendo que reparte la acción es más atractivo que el dividendo que ofrece la emisión de bonos del sector en cuestión.

Table 2: Yield gap in key regions

Euro Div yield vs.	Current	Median*	vs median, bps
10-year Govt	2.8%	-0.7%	347
HG corporate	2.7%	-0.4%	312
HY corporate	-0.9%	-4.4%	345
UK Div yield vs.			
10-year Govt	3.9%	-2.3%	629
HG corporate	2.8%	-1.6%	437
HY corporate	-1.2%	-4.9%	371
US Div yield vs.			
10-year Govt	0.1%	-3.5%	357
HG corporate	-1.0%	-4.6%	355
HY corporate	-4.0%	-7.3%	338

Source: Datastream.* Median since 1999

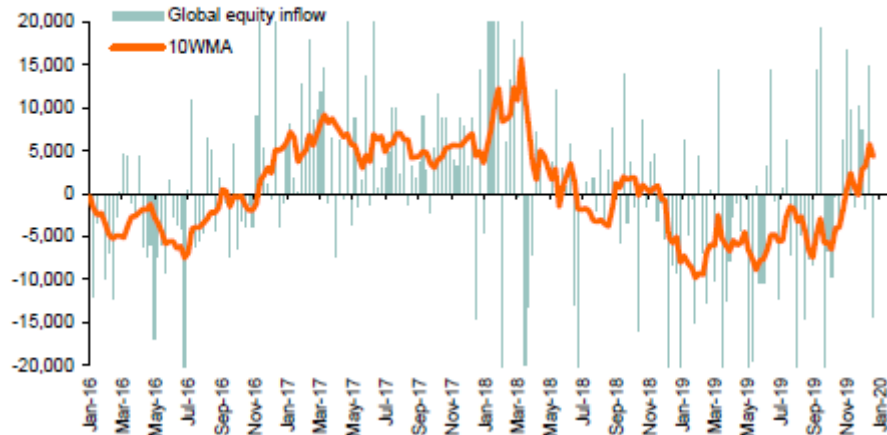
Table 3: Spread between dividend yield and credit yield, at sector level

	Dividend Yield	High Grade Yield	Dividend Yield vs HG yield	LT Average	Current spread vs LT Average
Financials	5.1%	0.3%	4.8%	0.3%	4.4%
Energy	5.1%	0.2%	4.9%	0.6%	4.3%
Autos	4.1%	0.6%	3.5%	-0.5%	4.0%
Real Estate	4.5%	0.6%	3.9%	0.1%	3.8%
Technology	1.2%	0.1%	1.0%	-2.6%	3.6%
Transport	3.4%	0.5%	2.8%	-0.6%	3.4%
Eurozone	3.2%	0.2%	3.0%	-0.2%	3.2%
Const Materials	2.6%	0.3%	2.2%	-0.9%	3.2%
Materials	3.0%	0.3%	2.7%	-0.5%	3.1%
Media	3.3%	0.4%	2.9%	-0.1%	3.1%
Staples	2.2%	0.3%	1.9%	-1.1%	3.0%
Discretionary	2.7%	0.5%	2.1%	-0.9%	3.0%
Utilities	4.4%	0.4%	4.0%	1.0%	3.0%
Chemicals	3.0%	0.0%	3.0%	0.1%	3.0%
Telecoms	4.1%	0.6%	3.5%	0.8%	2.8%
Capital Goods	2.3%	0.4%	1.9%	-0.8%	2.7%

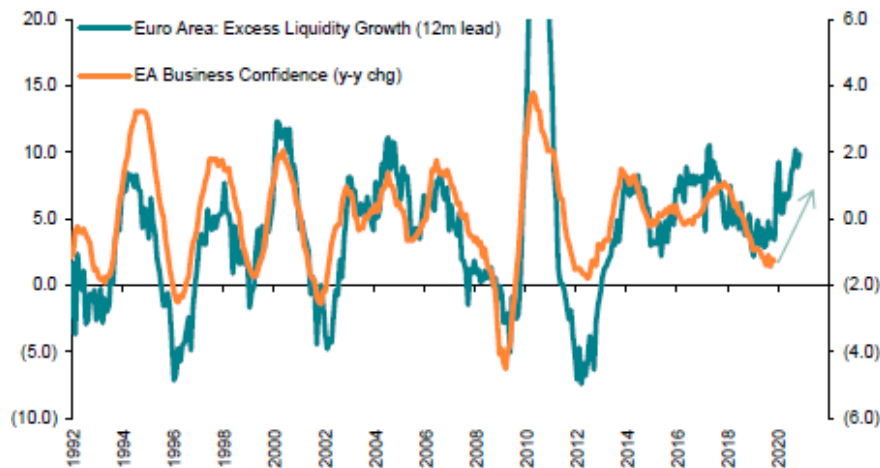
Source: J.P. Morgan, Datastream, LT average computed since 1998

*Por otro lado las salidas de **flujos de dinero** que se produjeron el año pasado huyendo de la renta variable, se está viendo que con la relajación de la incertidumbre y un sentimiento más positivo están comenzando a **volver a entrar en renta variable**.

Flows have finally started to pickup

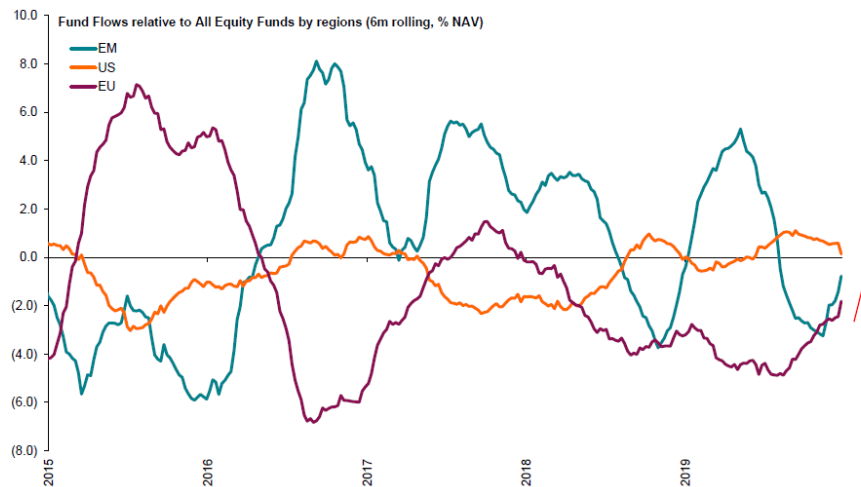


European liquidity measures continue accelerating sharply

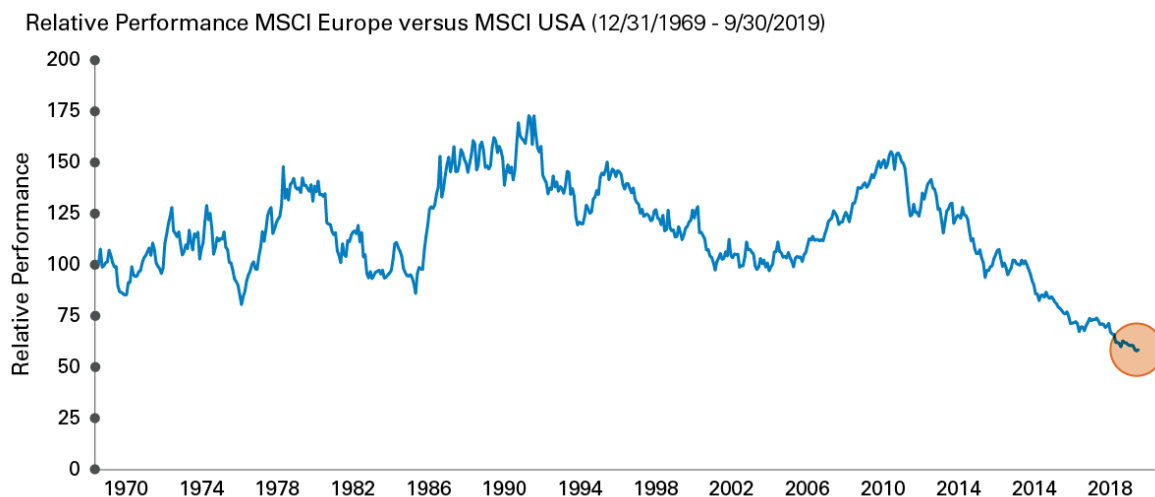


Source: EPFR, Bloomberg, Exane BNP Paribas estimates

Por zonas geográficas Europa y los Emergentes parecen mercados más rezagados respecto Estado Unidos. No obstante el mercado que históricamente lidera las subidas es siempre el estadounidense, con lo cual si éste no repunta es difícil que lo haga el resto.



Source: EPFR, Exane BNP Paribas estimates



Los **conflictos geopolíticos** del año pasado parecen **esfumarse** más aún cuando nos encontramos en año electoral estadounidense, que parece que nos llevarían a cierta tranquilidad comercial.

No obstante siempre surgirá algún acontecimiento que perturbe al mercado, como señala **Howard Marks** “**No importa lo bueno que sean los fundamentales de un activo, cuando los humanos juntan su avaricia con su capacidad de cometer errores las posibilidades que todo se enrede son ilimitadas**”

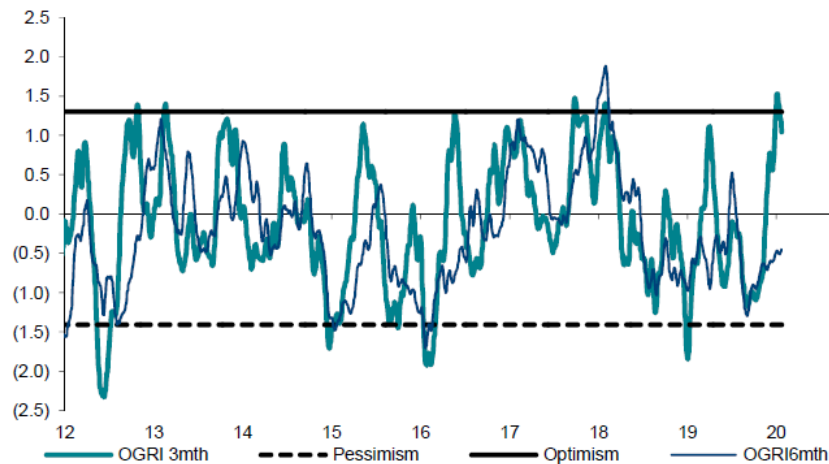
Y aquí surgió el acontecimiento extra mercado que de momento está marcado lo que llevamos de mes de enero, esto es el coronavirus. La enfermedad del coronavirus domina el devenir de los mercados en los últimos días y ha dejado ensombrecido el buen dato de los PMIs que se publicaron en Europa y que animaron a las plazas europeas el pasado viernes 24 de enero.

En el mercado hay una parte fundamental o racional y otra de sentimiento, psicología financiera o irracional, dependiendo de cada momento prima una u otra en el movimiento de mercado.

En las últimas semanas se ha visto un ligero retroceso del apetito al riesgo.

Figure 1: Excess risk appetite is starting to be corrected

Observed Global Risk Appetite Indicator (OGRI), based on 3-month and 6-month data



Source: Exane BNP Paribas estimates

En los primeros compases de este 2020 parecía que el apetito por el riesgo volvía al mercado, pero con cierta cautela.

Se venía produciendo un repunte en los índices de renta variable, pero también en los mercados de renta fija los inversores no han querido perderse las subastas de bonos y letras que han tenido lugar en Alemania, Italia y España. Además en los últimos días con el repunte del Coronavirus la renta fija actuó como refugio.

Por su parte esta cautela se refleja en la **ausencia de volatilidad** en todos los mercados, renta variable, fija y divisas.

Así, a pesar de este tono optimista y positivo para 2020 hay que recordar como apuntó **Andrew Crockett** que **“El saber popular nos dice que el riesgo aumenta en las recesiones y cae en épocas de bonanza. Al contrario, sería más sensato pensar en que el riesgo aumenta en épocas de bonanza, porque se generan desequilibrios financieros que acaban en recesiones”**, por lo tanto, en mercado hay que estar siempre **vigilante y no relajarse**.

Ante esta **nueva amenaza** de, aún no declarada, epidemia no hay que dejarse llevar por las emociones y tener la cabeza fría.

Esta amenaza podría dañar el crecimiento económico no sólo de China sino a nivel global, que es por un lado lo que está descontando los mercados, tomando además los datos de anteriores epidemias cuando éstos bajaron entre un 6%-13%.

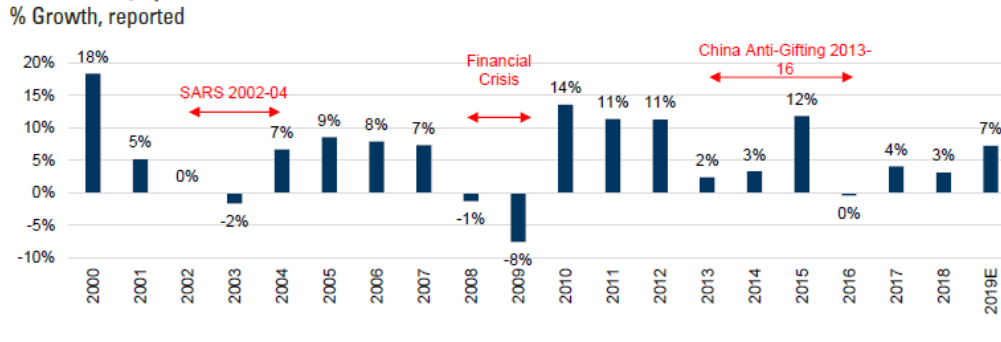
Por el lado positivo se puede decir que aunque se vea como una amenaza para el crecimiento, será también incentivo para las autoridades chinas para seguir poniendo en marcha políticas monetarias y fiscales expansivas y mantener su 6% de crecimiento. Por otro lado aún no se ha declarado la alarma sanitaria y parece que el control es más exhaustivo que en ocasiones anteriores.

Con todo, los sectores que más les afecta son los relacionados con el turismo como son las aerolíneas, los hoteles, y el **sector del lujo** en el que se estima que un 43% de sus ventas globales están realizadas por turistas y de ellas un 33% por turistas chinos.

El **sector de Lujo**, uno de los que más pondera en el fondo que asesoro, Alhaja Inversiones, ha sufrido una caída en una semana en torno al 8%, no obstante a largo plazo se está aún positivo.

El comportamiento en situaciones similares como el SARS de 2002 la recuperación ha superado a las caídas.

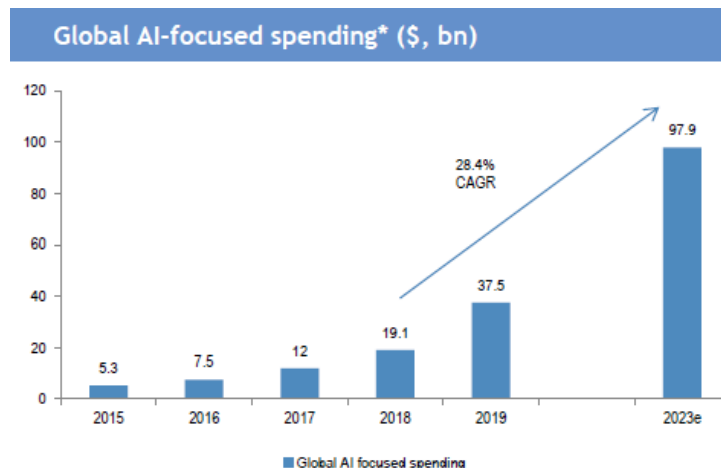
Exhibit 1: Luxury: Historical data shows the impact on growth during periods of consumer uncertainty. Consumer sentiment and travel are key factors underpinning the health of luxury demand and high-end discretionary spend.



Source: Bain & Company, Goldman Sachs Global Investment Research

Aunque la crisis del Coronavirus acontece en las festividades del año chino donde se registran históricamente un crecimiento de las ventas de bienes de lujo, el crecimiento del sector para este año aún se espera que sea del 4% ayudado por la recuperación macroeconómica con los ya comentados buenos PMIs. La selección de compañías será fundamental, ya que no todas estarán igual de preparadas para afrontar un evento extraordinario. Un factor a tener en cuenta es la generación de caja y el endeudamiento, en este sentido las grandes compañías como LVMH y Kering serían las favoritas.

Otro sector que tangencialmente puede verse afectado si el crecimiento de la economía China resulta muy dañado es el **Tecnológico**, aunque aquí se cree que en mucha menor medida. En Alhaja Inversiones el sector tecnológico es la estrella en la cartera de renta variable en sus varias vertientes como semiconductores, software y medios de pago. Los cambios estructurales de multitud de sectores de la economía hacia un incremento de la penetración tecnológica hacen de este sector uno de los principales beneficiados en la actualidad.



Source: J.P. Morgan

Otro sector des correlacionado con los dos anteriores y que se estaría también primando es el **sector eléctrico en su vertiente renovable**.

Con todo ello:

- No se ven indicadores de recesión económica, se sigue una senda de crecimiento moderado.
- Las empresas que finalmente es lo que nos interesa aún darán beneficios.
- La selección de valores y la cobertura de la cartera van a ser fundamentales para intentar "ganar" al mercado.
- Fundamental tener una cartera con activos des correlacionados.
- Se apuesta por la renta variable frente a la renta fija.
- En Renta variable el sector tecnológico seguirá siendo parte fundamental de la cartera. Se priman sectores de tendencia como son el de salud o medioambiental.

La selección de valores, des correlación entre activos y sectores y la cobertura de la cartera van a ser fundamentales para intentar "ganar" al mercado.

La gestión no es una arte de adivinación, con lo cual no podemos predecir lo que ocurrirá en el futuro. Lo que debemos hacer es con los datos de los que disponemos y la visión de mercado y del entorno en el que estamos encontrar compañías que nos proporcionen rentabilidad adecuada al riesgo que queremos asumir. Y por supuesto estar preparados para lo inesperado.

"Solo unos pocos encuentran el camino, otros no lo reconocen cuando lo encuentran, otros ni siquiera quieren encontrarlo." Lewis Carroll. Alicia en el país de las Maravillas.