



Informe de mercado 2019.



Navegando el
cambio de ciclo

1

Visión
global.

Pág. 4

2

Macro.

Pág. 8

3

Renta
Fija.

Pág. 13

4

Renta
Variable.

Pág. 19

5

Divisas.

Pág. 25

6

Materias
Primas.

Pág. 26

7

Gestión
Alternativa.

Pág. 26

8

Conclusiones.

Pág. 27



Navegando el cambio de ciclo

Estimado cliente,

Hemos elaborado este **informe de visión de mercado** con el fin de orientarle en los aspectos que consideramos clave para gestionar sus inversiones a lo largo de 2019. Este informe se fundamenta en el **análisis de los especialistas en estrategia de inversión de las distintas unidades de Wealth Management** (Santander Private Banking y Santander Asset Management) situadas en los diez países donde Santander tiene presencia significativa.

El ejercicio 2018 ha sido complejo y el mercado ha reaccionado con elevada aversión al riesgo y rentabilidades negativas en la mayoría de activos y geografías. **Sin embargo, 2018 en términos fundamentales (3,8% de crecimiento de la economía global y +15,4% de los beneficios empresariales) ha tenido un saldo positivo.**

El título **"Navegando el cambio de ciclo"** nos sitúa en un escenario donde el ciclo económico empieza a desacelerarse a nivel mundial. Después de 111 meses de expansión económica en Estados Unidos, estaríamos cada vez más cerca del final de ciclo, y **su longevidad estaría condicionada por factores de índole comercial, geopolítica y monetaria.**

En efecto, estos factores precisan de especial vigilancia.

Los beneficios de la globalización estarían en peligro si las **tensiones comerciales entre Estados Unidos y China** culminan en una imposición bilateral de tarifas adicionales.

Las **negociaciones de la Unión Europea con el Reino Unido ("Brexit") y con Italia (disciplina fiscal)**, que están aportando una dosis adicional de volatilidad en Europa, con repercusiones en las primas de riesgo crediticias y en las divisas.

Las **subidas de tipos de la Reserva Federal**, que suponen un **foco de tensión monetaria** al igual que las **retiradas de estímulos de liquidez por parte del Banco Central Europeo**. Las políticas monetarias seguirían teniendo un sesgo acomodaticio, pero su apoyo sería ciertamente menor.

Sin embargo, los **fundamentales constructivos** siguen estando presentes y podrían **extender la duración del ciclo y generar oportunidades.**

Nuestra previsión de **crecimiento de la economía mundial** es de un **3,5% en 2019**. Estados Unidos y Europa crecerían en torno a su potencial y China está reaccionando con un amplio programa de estímulos para seguir creciendo por encima del 6%.

Los **niveles de valoración de las bolsas mundiales** se han vuelto **atractivos** con respecto a su media histórica.

A día de hoy, **el mercado prevé que los beneficios empresariales crezcan en torno al 9%.**

Navegar las oportunidades y riesgos en este entorno de crecimiento cambiante **requiere de una gestión activa**. En el documento abordaremos, a modo de carta de navegación, cómo aprovechar los distintos cambios en los vientos del ciclo económico, cuyas claves serán:

Foco en los fundamentales para gestionar activamente el nivel de riesgo en las carteras.

Prudencia en la selección de activos, partiendo de un posicionamiento global moderado en activos de riesgo, dado el balance entre oportunidades y riesgos en un ciclo económico maduro.

Una **asignación de activos más diversificada y dinámica** que en un entorno de ciclo más estable.

Atención a la gestión del riesgo de crédito y máxima diversificación en geografías, sectores y emisores.

Nuestros gestores y asesores estarán siguiendo estrechamente estas variables a lo largo del ejercicio para hacer efectivas las mejores estrategias de inversión en sus carteras, en función de cómo evolucione el entorno.

Muchas gracias por su confianza

Víctor Matarranz
Responsable División Santander Wealth Management

1

Visión global.



Navegando el cambio de ciclo

¿Cómo gestionar las inversiones en un escenario económico y geopolítico ciertamente complejo? El presente informe analiza los factores de riesgo que se pueden presentar si el escenario cambia de signo y las oportunidades de inversión asociadas. No obstante, **el balance actual de los principales indicadores económicos y financieros es todavía positivo** y no hay señales inminentes de recesión. Si tuviéramos que definir el estado de las variables fundamentales más correlacionadas con la evolución a medio plazo de los precios de los activos financieros, destacaríamos tres aspectos principales:



Un **escenario de crecimiento macroeconómico positivo** sin grandes desequilibrios, que permite asignar una baja probabilidad de recesión económica en el medio plazo.



Ausencia de tensiones inflacionistas o presupuestarias que posibilitan **políticas fiscales y monetarias no restrictivas**.



Unas **expectativas positivas de crecimiento de los beneficios empresariales** basadas en una gestión eficiente de costes y evolución positiva de ingresos.

Un ciclo económico maduro suele conllevar volatilidad en el mercado.

Estas variables fundamentales han tenido en **2018** un comportamiento favorable, y si nos centramos en las variables de crecimiento (ver tabla superior de la siguiente página), tanto el panorama macro (+3,8% PIB) como el microeconómico (+15,4% beneficios empresas) han respondido a las expectativas de los inversores a nivel mundial. El **comportamiento del mercado no ha estado en sintonía con estos fundamentales de crecimiento**, y tanto los inversores de renta fija (caída de un 3,4% de los precios de la deuda) como los de renta variable (-3,2% rentabilidad de las bolsas mundiales) han experimentado pérdidas.

El segundo gráfico de la página siguiente nos muestra cómo este comportamiento del mercado no sincronizado con las variables de crecimiento es una anomalía. Lo normal es que si los fundamentales se deterioran (y se produce una contracción en los beneficios empresariales), el mercado lo refleje con variaciones negativas en precios y viceversa.

De forma resumida, nuestro análisis de estas variables fundamentales para 2019 refleja el siguiente balance:

Nuestro escenario central para 2019 descansa en que el *mix* de crecimiento, políticas económicas y beneficios siga arrojando un balance positivo para la inversión.

- **Crecimiento económico mundial del 3,5%**, con algo de mayor desaceleración en las economías desarrolladas (principalmente EE.UU. y Europa) que se compensa con estabilidad en países emergentes.
- **Mix de políticas económicas con un sesgo todavía acomodaticio**, con tipos de interés a nivel global que siguen siendo lo suficientemente bajos para incentivar la inversión respecto al ahorro y políticas fiscales pro crecimiento en las principales economías (EE.UU. y China).
- **Expectativas de crecimiento de beneficios para 2019** de las empresas mundiales del 9%, con mantenimiento de políticas generosas de remuneración al accionista.

Mercados y
fundamentales no
sincronizados
2018: Un año
poco normal.

Fundamentales

Crecimiento 2018e

3,8%

Economía
Mundial

15,4%

Beneficios
Empresas **

3,5% y 9,0% de crecimientos
esperados a nivel macro y micro
respectivamente para 2019.

Mercados

Variación precios 2018*

-3,2%

Bolsas
(MSCI World)

-3,4%

Bonos
Global***

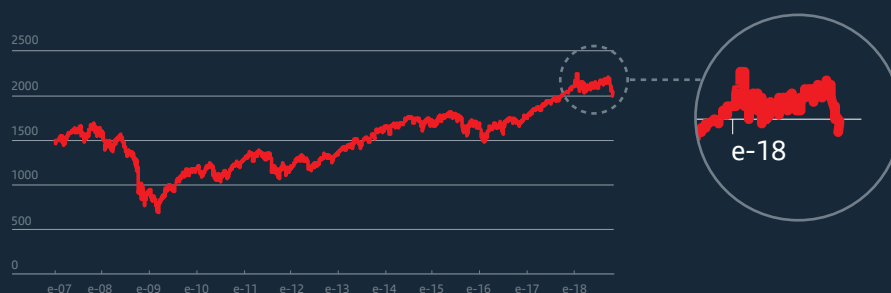
* Noviembre 2018

** Beneficios estimados MSCI World 12m forward (MXWD Index)

*** Índice Bloomberg Global Aggregate Unhedged (LEGATRUU Index)

Índice MSCI World USD Unhedged (MXWO Index)

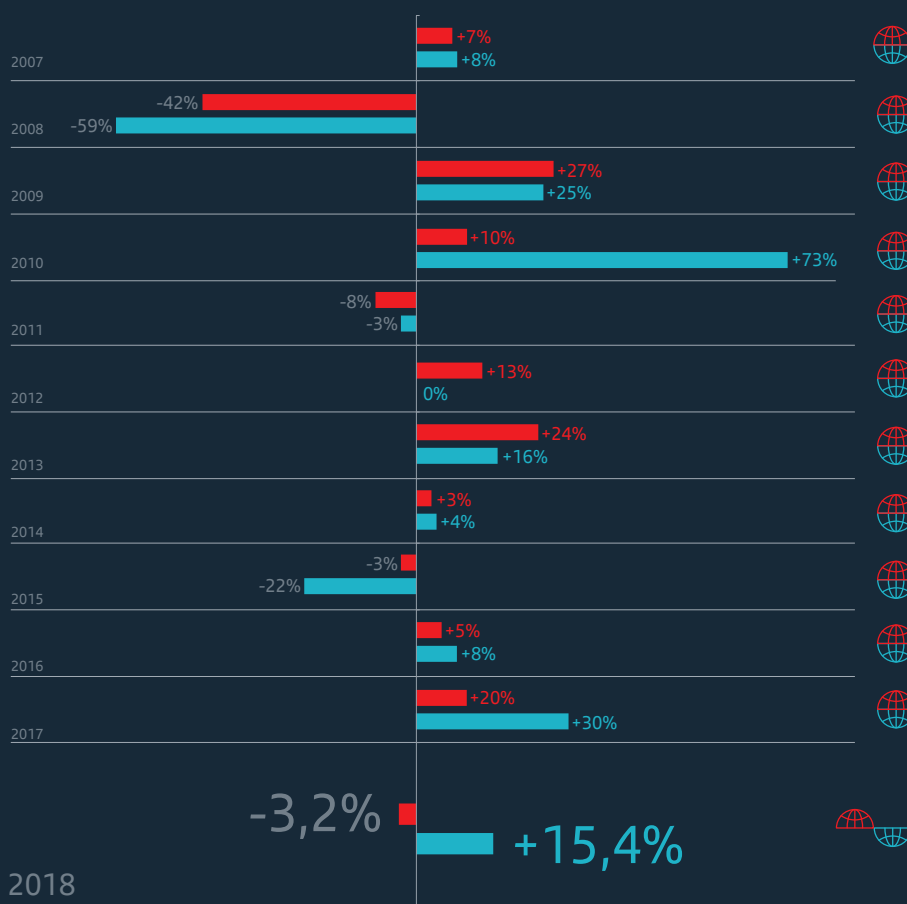
Fuente: Bloomberg noviembre 2018



Comportamiento
Mercados



Crecimiento
Beneficios



MSCI World. Beneficios y rendimiento

Fuente: Bloomberg

Separación (*decoupling*)
entre fundamentales
(beneficios) y
comportamiento
de mercado.



2018

* Salvo indicación en contrario, los datos de mercado que aparecen en el informe corresponden al cierre de sesión del 27 de noviembre de 2018.

¿Cuáles son los riesgos a gestionar activamente en 2019?

Los tres focos de tensión que podrían desestabilizar nuestro escenario constructivo son de índole comercial, monetaria y financiera.

¿Qué está empezando a descontar el mercado que todavía no se ha visto reflejado en las expectativas de crecimiento a nivel macro y microeconómico? En primer lugar, es necesario aclarar que las fases finales de ciclos alcistas económicos y bursátiles se caracterizan por una elevada volatilidad con cambios habituales en el sentimiento inversor y más si nos encontramos en el que probablemente sea el ciclo más dilatado de la historia económica de Estados Unidos. También es necesario mencionar que en los últimos doce meses hemos presenciado cambios de gran calado a nivel geopolítico que han incrementado el grado de incertidumbre de los agentes económicos a medio plazo. Estamos de acuerdo con la percepción del mercado de que los principales riesgos a vigilar a futuro son los siguientes:



Proteccionismo o cambio de tendencia hacia políticas menos favorables a la globalización y la integración económica ("Brexit" y la renegociación de acuerdos comerciales por parte de Estados Unidos son buenos ejemplos).



Presiones al alza en precios o incremento de tensiones monetarias en un entorno de menor capacidad ociosa en las principales economías y niveles históricamente bajos de desempleo en Estados Unidos, Japón, Alemania o el Reino Unido.



Exigencia de mayores **primas de riesgo crediticio** por parte del mercado a emisores con elevado endeudamiento y deterioro en su cuadro financiero. Los principales focos de preocupación crediticia en la actualidad están localizados en Italia, Turquía y Argentina.

El mercado puede reaccionar al alza en 2019 si estos eventos de riesgo no se materializan en su totalidad o se postergan en el tiempo.

Coincidimos también en que el nivel de riesgo se ha elevado a medida que el ciclo ha avanzado, sigue habiendo dependencia de las políticas de estímulo y existe un elevado consenso en las implicaciones negativas derivadas de dichas políticas, el auge del populismo y el tensionamiento de los precios del petróleo y los tipos de interés. **La buena noticia es que estos riesgos son conocidos y patentes, habiendo ya el mercado descontado un escenario muy negativo en su materialización en los próximos trimestres con las correcciones experimentadas en los últimos meses.** Sólo desde la perspectiva de que existen elevadas probabilidades de una acusada desaceleración en los próximos 12 meses sería lógico un escenario de caídas en mercado, a pesar de que los beneficios mundiales han crecido a niveles récord y el crecimiento económico global ha sido el más alto desde 2011. Si finalmente la desaceleración es más leve de lo que el mercado ha empezado a descontar, podemos tener un ejercicio 2019 con mercados al alza, en contraste con el pesimismo exhibido recientemente.

En las siguientes secciones de este informe entramos a explicar en detalle las variables que soportan nuestra visión de mercado. En el apartado de análisis macroeconómico detallamos cómo cada bloque económico contribuirá en términos de crecimiento a nuestra proyección agregada del PIB mundial. En esa sección también valoramos cuál puede ser el escenario más probable de decisiones de los bancos centrales y cómo en su globalidad todavía las políticas monetarias no drenarían crecimiento durante 2019. En el análisis de activos explicamos cómo tendrían que comportarse los activos financieros en ese entorno macro y cómo comparan entre ellos en términos de rentabilidad y riesgo. Por último, concluimos con unas recomendaciones generales de cómo posicionar las carteras de inversión a lo largo de 2019, teniendo en cuenta los posibles cambios en escenarios de valoración y crecimiento.

6 variables para seguir el mercado en 2019.



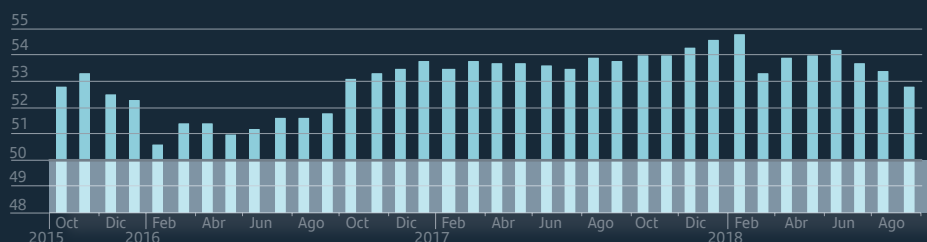
Variables fundamentales



Crecimiento macroeconómico

Fuente: Datastream

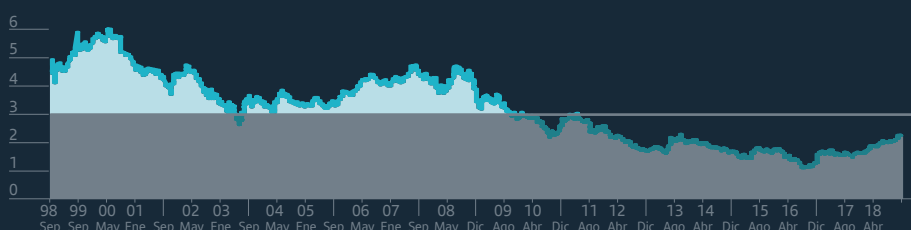
Confianza empresarial en zona de expansión: índice PMI global.



Políticas económicas no restrictivas

Fuente: Bloomberg

Bajos tipos de interés en perspectiva histórica: YTM índice Bloomberg Global Aggregate.



Expectativas de crecimiento de beneficios

Fuente: Bloomberg

Beneficio por acción MSCI World (USD).



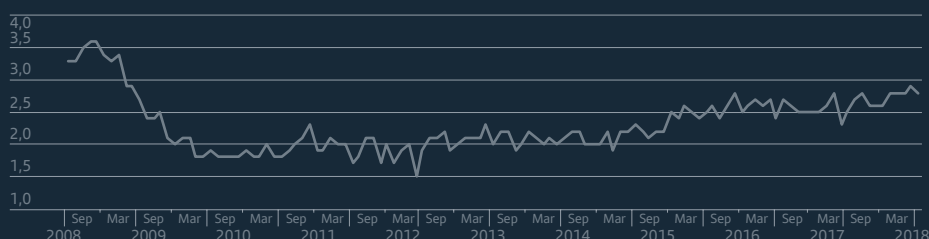
Principales riesgos



Proteccionismo y tensiones cambiarias

Fuente: Bloomberg

Tensiones comerciales y cambiarias: devaluación del yuan chino vs USD.



Presiones al alza en precios

Fuente: Bloomberg

Crecimiento interanual salarios en EE.UU.



Prima de riesgo crediticio

Fuente: Bloomberg

Aumento de las primas de riesgo: diferencial bonos Italia vs Alemania (%).

2

Macro.

Contexto macroeconómico.

El entorno económico global de 2019 parece apuntar a una cierta, pero leve, desaceleración del crecimiento del PIB mundial respecto a 2018. En concreto, estamos esperando un avance en el entorno del 3,5%, algo inferior al 3,8% de 2018, pero en línea con su crecimiento potencial. El mercado parece posicionarse para un escenario de desaceleración mayor, pero consideramos que el ciclo todavía tiene recorrido para crecer en base a cuatro factores principales:



Ausencia de desequilibrios macroeconómicos críticos.

En las fases finales de ciclo los agentes económicos empiezan a acumular desequilibrios que normalmente suelen reflejarse en elevados déficits por cuenta corriente, pero ninguno de los principales bloques económicos presenta este estado. Estados Unidos es probable que cierre 2018 por debajo del 2,5% de déficit y el total de las economías desarrolladas se encuentra en situación de superávit.



Favorable situación financiera de hogares y empresas.

Gracias al desapalancamiento e incremento del ahorro de las familias, unido al buen comportamiento de los beneficios empresariales, el sector privado goza actualmente de un balance financiero en superávit (2%) que contrasta con el déficit del 4% que tenía previo a la crisis anterior (2006-2008).



Ausencia de presiones inflacionistas.

Los niveles de inflación se sitúan a nivel de economías desarrolladas en el entorno del 1,5%, y ello puede permitir que se mantengan políticas monetarias favorables al crecimiento. China acaba de implementar medidas de expansión monetaria (rebajas del coeficiente de caja), los tipos de interés en Japón y Europa siguen en la zona de mínimos históricos y no se espera que los tipos de interés entren en terreno restrictivo en EE.UU. hasta la segunda mitad de 2019.



Políticas fiscales expansivas.

Las dos principales economías mundiales están poniendo en práctica medidas fiscales que supondrían un estímulo neto para la economía en 2019. Así, en Estados Unidos, la OCDE estima que la reforma fiscal supondrá un impulso del 1% del PIB en 2019. El Gobierno chino ya ha implementado algunas medidas (como rebajas impositivas al consumo), pero probablemente vendrán más en caso de que la economía se desacelere más de lo previsto.

Escenario de tipos de interés

Los bancos centrales tendrían capacidad de implementar las subidas de tasas que han anunciado al mercado para 2019 (3, 2 y 1, de 25 pb cada una, por parte de la Fed, BoE y BCE, respectivamente).

En la siguiente tabla se resume la evolución histórica reciente y nuestra estimación para los tipos de interés de referencia de los bancos centrales de Estados Unidos, la zona Euro y el Reino Unido. En estos tres bancos centrales nuestras estimaciones contemplan subidas de tipos de interés a lo largo de 2019, pero esas alzas todavía no implicarían niveles de política monetaria que se puedan considerar como restrictivos. La Reserva Federal es la autoridad monetaria que se encuentra más avanzada en el proceso de normalización de su política monetaria. Nuestro escenario respecto al tipo de intervención (*Fed Funds*) está alineado con las indicaciones que la Reserva Federal ha ido comunicando a la comunidad inversora a través de sus actas y comparencias. Ello implicaría una subida adicional de 25 pb en diciembre de 2018 y tres más, también de 25pb, a lo largo de 2019, situando los tipos de referencia en EE.UU. ligeramente por encima de la neutralidad a final del próximo año. En lo que respecta al Banco Central Europeo, esperamos que se produzca una leve subida del tipo de refinanciación hasta el 0,10% a finales del ejercicio.

	2015	2016	2017	2018e	2019e
EE.UU. (<i>Fed Funds</i>)	0,25-0,50%	0,50-0,75%	1,25-1,50%	2,25-2,50%	3,00-3,25%
Euro (<i>ECB refi rate</i>)	0,10%	0,00%	0,00%	0,00%	0,10%
Reino Unido (<i>BoE base rate</i>)	0,50%	0,25%	0,50%	0,75%	1,25%

Escenario de crecimiento

La desaceleración global sería de sólo 0,3 puntos porcentuales y el crecimiento de las principales economías seguiría estando en línea con su potencial.

Confianza de los empresarios

Los niveles actuales todavía son indicativos de una economía en expansión con inversión y contratación al alza.

Nuestros modelos de predicción macroeconómica (que incorporan los últimos datos publicados a noviembre) nos muestran un **panorama de crecimiento que estaría en el medio plazo cercano al potencial en las principales economías mundiales**. Existen dudas en el mercado respecto a que economías como la estadounidense puedan seguir experimentando crecimientos elevados después de varios años avanzando por encima de su nivel tendencial. En nuestra opinión, no consideramos que se hayan alcanzado los niveles de ocupación de la capacidad productiva en las economías con menor desempleo que impidan un crecimiento no inflacionista. En anteriores etapas expansivas, el *output gap* positivo (brecha de producción entre el PIB actual y el potencial), a partir del cual es difícil sostener el crecimiento, se situó en niveles del 1,5%/2,5%. **Nuestra estimación es que este nivel de *output gap* en las economías desarrolladas está en torno al 0,5%, y ello todavía permitiría margen de maniobra para crecer al ritmo que figura en nuestras estimaciones.**

(Porcentaje de variación media anual)	2015	2016	2017	2018e	2019e
PIB Global	3,5%	3,2%	3,7%	3,8%	3,5%
PIB Desarrollados	2,3%	1,7%	2,4%	2,4%	2,1%
Estados Unidos	2,9%	1,6%	2,2%	2,9%	2,5%
Zona Euro	2,4%	2,0%	2,7%	1,9%	1,6%
Japón	1,4%	1,0%	1,7%	1,0%	1,5%
España	3,6%	3,2%	3,0%	2,5%	2,2%
Reino Unido	2,3%	1,8%	1,7%	1,3%	1,2%
PIB Emergentes	4,3%	4,4%	4,7%	4,7%	4,6%
China	6,9%	6,7%	6,9%	6,6%	6,2%
Latinoamérica	0,3%	-0,6%	1,3%	1,7%	2,3%

Uno de los mejores indicadores para medir el *momentum* de aceleración o de desaceleración de las economías es el **índice PMI de confianza empresarial**. La siguiente tabla muestra una evolución de este indicador en las principales áreas económicas, resaltándose en colores los distintos momentos del ciclo económico de las diferentes geografías. Las lecturas del indicador PMI por encima de 50 se resaltan en un color turquesa y son los niveles en los cuales la tendencia de la economía es expansiva, y las lecturas por debajo de 50 (color gris) corresponden a países en donde los empresarios tienen una mayor preocupación por el futuro y están reduciendo sus niveles de inversión y contratación de personal. Se observa cómo el tono general de las economías desarrolladas es algo más positivo que el de las economías emergentes y también que los niveles de optimismo se han reducido ligeramente respecto a los que existían a principio de 2018.

	2017												2018											
	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct		
PMI Global	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	54	55	54	54	53	54	53	53	53	53	52	52		
PMI Desarrollados	54	54	54	54	54	54	54	54	55	55	56	56	56	56	55	55	55	54	54	54	54	53		
Estados Unidos	55	54	53	53	53	52	53	53	53	55	54	55	56	55	56	57	56	55	55	55	56	56		
Zona Euro	55	55	56	57	57	57	57	57	58	59	60	61	60	59	57	56	56	55	55	55	53	52		
Japón	53	53	52	53	53	52	52	52	53	53	54	54	55	54	53	55	53	53	52	53	53	53		
España	56	55	55	55	55	55	55	52	55	56	56	56	55	56	55	55	53	53	53	53	51	52		
Reino Unido	55	55	55	58	57	54	55	57	55	57	58	56	55	55	55	55	55	55	55	53	55	51		
Emergentes	51	51	52	51	51	51	51	52	51	51	52	52	52	52	51	51	51	51	51	51	50	51		
China	51	52	52	51	51	52	51	52	52	52	52	52	51	50	52	51	52	52	51	51	51	50		
India	50	51	53	53	52	51	48	51	51	50	53	55	52	52	51	52	51	53	52	52	52	53		
Brasil	44	47	50	50	52	51	50	51	51	51	55	52	51	53	53	52	51	50	51	51	51	51		
México	51	51	52	51	51	52	51	52	53	49	52	52	53	52	52	52	51	52	52	51	52	51		
Escala PMI	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61		
Fuente: Datastream	← Deterioro confianza de empresarios (economía desacelerándose)												Incremento confianza de empresarios (economía acelerándose) →											



Estados Unidos.

A las puertas del récord de expansión económica.

El crecimiento continuaría apoyado por la REBAJA FISCAL: la economía estadounidense rompería en otoño de 2019 el récord de expansión más longeva de su historia, apoyada todavía en el impulso de la reforma fiscal, un consumo sustentado en un mercado laboral en mínimos históricos de desempleo y unos elevados niveles de optimismo empresarial. Los tres componentes más cíclicos de la economía –bienes de consumo duradero, construcción residencial y bienes de equipo– todavía tendrían recorrido en un contexto de fortaleza de los beneficios empresariales y ausencia de excesos y desequilibrios de importancia. Es muy difícil que el gasto de los hogares se resienta en exceso en un contexto de pleno empleo, ganancias salariales al alza y efecto riqueza acumulado desde 2009, por lo que estimamos muy poco probable una recesión a un año vista.

El factor clave a vigilar es la INFLACIÓN: con el nivel de desempleo más bajo de los últimos 50 años, existe un riesgo no despreciable de que surjan presiones salariales y se produzca una contracción en los márgenes empresariales. Si se concretase este eventual riesgo sería la antesala de un deterioro de la confianza empresarial y de la contracción de la inversión y el empleo.



Zona Euro.

Solidez en la demanda doméstica pero con un sector exterior vulnerable.

El crecimiento tendría el soporte de la DEMANDA DOMÉSTICA: consideramos que ha habido factores coyunturales en la reciente desaceleración de los datos europeos. El sector empresarial goza de una muy buena situación financiera, el consumo tendría el soporte de los buenos datos de empleo y la debilidad del euro supondría un apoyo al sector exterior.

El factor clave a vigilar es el PROTECCIONISMO: el sector exportador es clave para la economía europea en su conjunto, siendo una de las regiones más afectadas en un evento de recrudescimiento de la "guerra" de tarifas entre Estados Unidos y China. Con un peso de exportaciones e importaciones de bienes en torno al 70% del PIB, Europa es la región desarrollada más expuesta a una desaceleración del comercio mundial y observa con preocupación los menores datos de actividad comercial. El pulso de Italia a la Unión Europea es otro factor de incertidumbre.



China.

El Gobierno tiene margen de reacción si las tensiones comerciales se materializan.

El crecimiento tendría el soporte de la INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURAS: continuaríamos asistiendo a una desaceleración gradual de la economía china por la mayor potenciación de los sectores más ligados al consumo, pero que difícilmente pondría en peligro crecimientos superiores al 6% en el conjunto del año. Las autoridades chinas ya han anunciado su intención de adelantar los planes de inversión previstos en su plan *One Belt, One Road*, que tendría efecto positivo sobre el crecimiento del conjunto de la región. Por su parte, la inyección de liquidez en el sistema bancario, con la reducción del coeficiente de caja, volvería a impulsar el crédito a la economía.

El factor clave estará en el FRENTE COMERCIAL: el proteccionismo seguiría siendo la variable prioritaria a vigilar en 2019 con la amenaza de un incremento de los aranceles desde el 10% hasta el 25% sobre 200.000 millones de importaciones, que EE.UU. lleva a cabo desde China y que sería efectivo en enero. Las estimaciones de impacto apuntan a menos de un punto porcentual de menor crecimiento sobre el escenario base a tres años para China, si bien esto podría seguir estando limitado por la gestión y decisiones de estímulo de las autoridades chinas.



Japón.

Soporte en las mejoras de productividad.

El crecimiento estaría apoyado en la INVERSIÓN y la PRODUCTIVIDAD: Japón está demostrando una menor sensibilidad a la demanda externa gracias a las mejoras experimentadas en términos de productividad (siendo el país del G-7 en el que se han producido mayores ganancias en los últimos 5 años). Apostamos por el mantenimiento de esta dinámica gracias al impulso del *capex* y cambios que compensarían el adverso crecimiento vegetativo, como una mayor tasa de inmigración o la creciente participación femenina en el mercado laboral.

El factor clave estará en la variable PRECIOS: en una situación de práctico pleno empleo, comienzan a aflorar presiones en la vertiente salarial. Aunque de momento no se ha observado un traslado a la inflación subyacente, que crece apenas unas décimas por encima del 0% i.a., con el paso del tiempo podría materializarse este efecto, certificando el éxito de *Abenomics*.



España.

Creciendo todavía más que la media europea.

El crecimiento tendría el soporte de la INVERSIÓN: la situación financiera de las empresas y hogares españoles ha mejorado gracias a un descenso muy significativo en los niveles de deuda durante los últimos cinco años. Esta mejora en la capacidad financiera permitiría a la demanda interna crecer a buen ritmo sin que se produzcan los desequilibrios del anterior ciclo. El crecimiento de la inversión a tasas en torno al 5% interanual es la clave para que la economía española siga estando a la cabeza de la zona Euro en crecimiento.

El factor clave a vigilar es la PRIMA DE RIESGO: un riesgo importante es el derivado de una subida en la prima de riesgo de la deuda pública por un potencial contagio de la prima de riesgo italiana. El mercado, de momento, ha diferenciado la situación crediticia de España respecto a la de Italia (132% de deuda pública sobre PIB, que compara con el 98% de España). El mantenimiento de la tendencia de la reducción del déficit público es la mejor garantía para que la prima de riesgo española se pueda seguir aislando de la italiana.



Reino Unido.

Pendiente de la resolución del "Brexit".

El crecimiento contaría con el soporte del CONSUMO: la economía británica, al igual que la estadounidense, se encuentra en niveles de pleno empleo (la tasa de paro se halla en el mínimo de los últimos 43 años) y ello supone un soporte indudable para el gasto de las familias. El sector exterior podría seguir viéndose beneficiado coyunturalmente por la depreciación de la libra esterlina.

El factor clave estará en la negociación del "BREXIT": la inversión empresarial británica está experimentando una sensible desaceleración por la incertidumbre respecto al futuro marco comercial con la Unión Europea (UE). Todo va a depender de que se hallen puntos de encuentro en las posturas contrapuestas del Reino Unido y la UE en los temas más complejos. En la medida en que haya más aspectos en los que no se consigan acuerdos, o incluso cristalice la posibilidad de un "Brexit" desordenado, mayor será el impacto negativo sobre la economía británica el próximo ejercicio. Así, en el peor de los casos, con el denominado "Brexit" sin acuerdo, se produciría una importante caída de la inversión empresarial a finales de 2019.

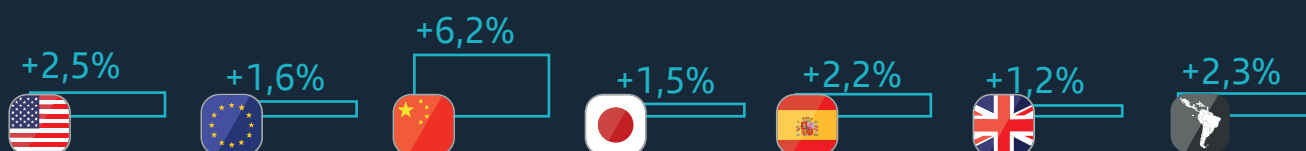


Latinoamérica.

Menos incertidumbre política pero pendientes de China.

El crecimiento podría tener el soporte de una eventual disminución de la PRIMA DE RIESGO: el mercado estará prestando una elevada atención al mix de políticas de los nuevos gobiernos, y en especial a Brasil, donde el gabinete de Jair Bolsonaro debe afrontar una complicada y necesaria reforma estructural en el sistema de pensiones. Los inversores también estarán atentos a la dirección de las reformas del nuevo Gobierno en México y, en particular, a si son propicias para una mayor productividad, confianza y certidumbre para la inversión, y la mayor consolidación y transparencia de las finanzas públicas. Existe margen de mejora en estas dos economías después de varios ejercicios de elevada incertidumbre y prima de riesgo, pero todo dependerá de la confianza de los inversores en los equipos de gobierno entrantes. En Argentina, el mix de estímulos tiene un balance negativo debido a la necesidad de curar excesos históricos (inflación superior al 30% y déficit corriente y público en torno al 5%). Todo ello explica la depreciación del peso en 2018, siendo altamente probable un período recesivo en 2019 por la implementación de políticas de ajuste.

El factor clave estará en el comercio con CHINA: dado que la mayoría de los países de Latinoamérica son productores y exportadores de materias primas, en general, y de metales, en particular, es fácil entender por qué la tendencia del PIB chino explica el empeoramiento de los denominados términos de intercambio (la ratio entre el precio de las exportaciones y el de las importaciones) y de las cuentas corrientes de Latinoamérica desde 2011 hasta 2015, y la mejoría a partir de entonces. Un conflicto comercial abierto entre EE.UU. y China tendría un impacto netamente negativo para la región.



Crecimiento del PIB esperado en 2019 (porcentaje de variación media anual)
Fuente: elaboración propia

Resumen macro global.

El ciclo podría aportar un año adicional de crecimiento y sobrevivir a los (todavía) incipientes tensionamientos comerciales y monetarios.

Indicador compuesto crecimiento

Fuente: Elaboración propia. Indicador compuesto de actividad económica ponderado por peso del PIB que incorpora variables monetarias, financieras, laborales y de confianza de los agentes económicos.

Nuestros modelos de predicción de crecimiento emiten sólo señales moderadas de desaceleración.

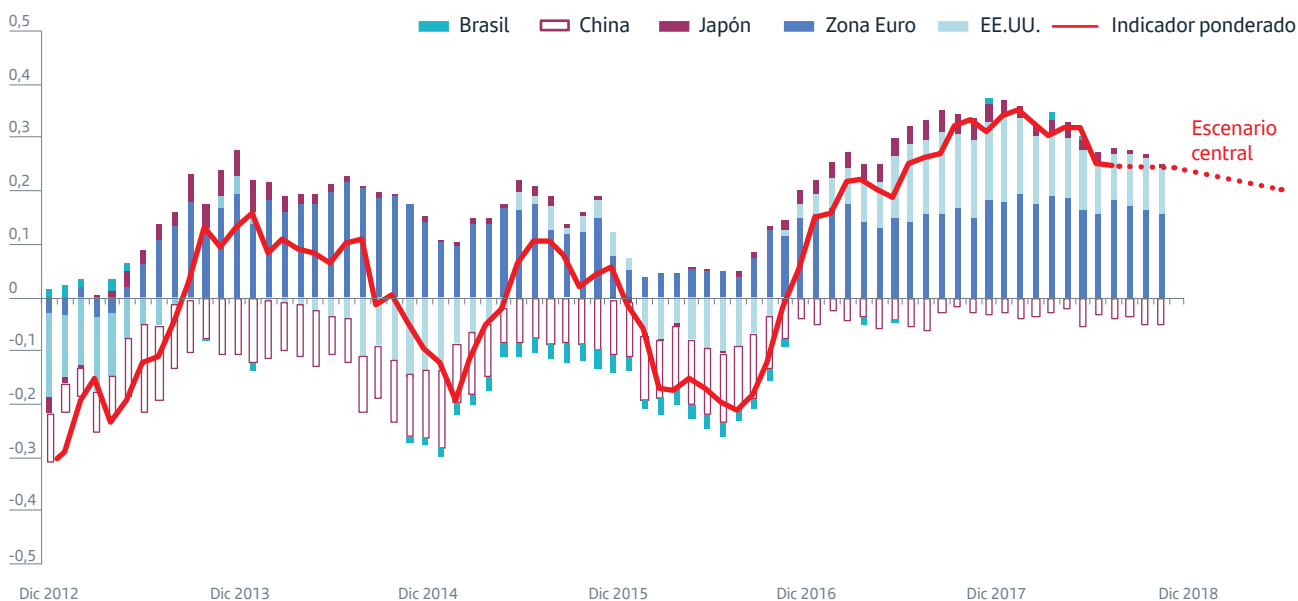
En conclusión, creemos que los argumentos descritos soportan un **escenario central para 2019 de desaceleración bastante moderada** en el ritmo de crecimiento mundial. Este escenario no está exento, sin embargo, de ciertos **riesgos a monitorizar**.

El primero de esos riesgos es inherente al ciclo. En concreto, tiene que ver con las **presiones al alza** que muestran no ya los precios, sino los **salarios en Estados Unidos**, debido al muy reducido nivel en el que se encuentra la **tasa de paro**, en casi **mínimos de 50 años**. Aunque por ahora esas presiones son graduales, de acelerar significativamente su crecimiento en 2019, los beneficios empresariales y, con ello, la inversión empresarial y el empleo, podrían empezar a perder fuerza conforme avance el año, neutralizando el efecto expansivo de las medidas fiscales.

El segundo de los riesgos proviene de las **medidas proteccionistas** que se han puesto en marcha en 2018 y que se extenderían durante 2019: en primer lugar, por el **"Brexit"** del Reino Unido, y, en segundo lugar, por la **subida de tarifas comerciales** que ha empezado a aplicar EE.UU. al resto del mundo, sobre todo a China. La subida de aranceles no es, por ahora, muy significativa, pero sí lo será si finalmente se materializan las amenazas anunciadas en 2018: la tarifa media ha subido ya desde el 1,7% hasta el 3%, pero es posible que lo haga en enero de 2019 al entorno del 4,5%, y si al final se aplican todas las amenazas subirían al 7,5%, máximo en EE.UU. desde la pasada década de los 60 y una de las más altas del mundo en la actualidad.

A pesar de lo anterior, **el comercio global sólo se ha desacelerado por el momento de forma moderada**: de crecer a comienzos de 2018 en torno al 5% interanual, en la segunda parte del año lo está haciendo a ritmos más cercanos al 3% i.a., lo que parece consistente con un crecimiento del PIB mundial a medio plazo en torno al 3,5%.

Aunque de menor importancia que los anteriores, el tercero de los riesgos para nuestro escenario central tiene que ver con **factores geopolíticos**, preocupándonos especialmente el caso de Italia en la zona Euro. Aunque no creemos que esta situación termine desencadenando una crisis como la que tuvo lugar en 2010-2012 con los periféricos, lo cierto es que el aumento en la prima de riesgo italiana supone ya una amenaza clara a la baja en el crecimiento para, al menos, su propia economía.



3

Renta Fija.

El ejercicio 2019 se presenta con un escenario que sigue siendo complejo por los efectos secundarios de las políticas monetarias ultraexpansivas de la última década, lo que requerirá estrategias diferenciadas según la moneda de referencia.

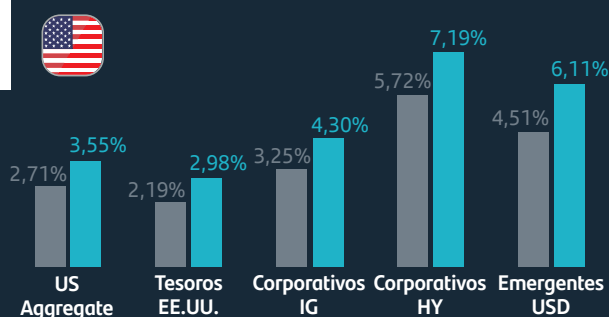
Los tipos de interés establecidos por la Reserva Federal pueden representar oportunidades en la gestión del riesgo de duración en la curva estadounidense. En la zona Euro es pronto para posicionarse en plazos largos y tiene más sentido tomar riesgo de crédito en periféricos y corporativos. La renta fija emergente puede ser un complemento en las carteras si los focos de tensión geopolítica no se agravan.

Los mercados de renta fija están teniendo un ejercicio 2018 complicado en un contexto de subidas de tipos de interés en Estados Unidos, de menor presencia compradora de bonos por parte de los bancos centrales y de empeoramiento de las métricas de crédito corporativas. **Las rentabilidades de los mercados de bonos han sido muy positivas en la última década en un entorno de políticas monetarias ultraexpansivas** y tipos de interés en mínimos históricos. La normalización de los tipos de interés y de las políticas monetarias está ya bastante avanzada en lo que respecta a la Reserva Federal (Fed) y comprobaremos en el análisis de la curva estadounidense cómo el mercado ha anticipado una gran parte del proceso de subidas de tipos de interés. A lo largo del ejercicio 2019, **los tipos de interés marcados por la Fed se acercarán a los tipos de interés neutrales** (se estima por el mercado que a partir de niveles del 3% la política monetaria puede empezar a ser restrictiva) y ese momento puede ser una buena oportunidad para posicionar las carteras en dólares estadounidenses en bonos de larga duración. En los últimos años hemos favorecido el riesgo de crédito al de duración, los bonos flotantes y los bonos corporativos de grado de inversión. **Dada la madurez del ciclo económico en Estados Unidos, está llegando el momento de ser más cautelosos en calidad crediticia** (de ahí nuestro posicionamiento en *high yield*) por el efecto conjunto del mayor apalancamiento y del incremento en los costes financieros.

La situación en los **mercados de renta fija europea** es muy distinta, con un ciclo mucho más retrasado por parte del Banco Central Europeo (BCE). Esperamos que el BCE empiece a subir tipos de interés en la segunda mitad de 2019 y que mantenga el anuncio de finalizar su programa de compras de activos en diciembre de 2018. Al igual que le pasó a la curva estadounidense, este proceso de progresivo tensionamiento monetario puede conllevar volatilidad y rentabilidades negativas para los activos más sensibles al desplazamiento al alza de los tipos de interés en el largo plazo. Esto nos lleva a ser muy cautelosos en lo que respecta a bonos de alta duración y baja calidad crediticia. Las primas de riesgo de los bonos españoles y portugueses permiten dar un colchón a estas variaciones de precio. La mayor prima de riesgo de estos bonos es atractiva y les convertirá en destino favorito de los inversores, siempre que el escenario económico de Europa siga siendo favorable.

Tendencia al alza de las rentabilidades a vencimiento de los mercados de renta fija, más acusada en Estados Unidos que en Europa.

La **inversión en renta fija emergente** puede ser una fuente de valor para las carteras de renta fija siempre que los focos de tensión geopolítica no se agraven y la evolución económica que descontamos se materialice. El tono general de las políticas monetarias de los bancos centrales emergentes ha sido, últimamente, más bien restrictivo (al contrario que en los países desarrollados) y ello puede ser un factor positivo en la medida que se perciba que la actuación futura pueda ser más laxa.



Tipos de interés a vencimiento (YTM)
Fuente: Índices Bloomberg Barclays





Renta Fija EE.UU.

+2,7%

Rentabilidad Letras del
Tesoro 1 Año.

26 pb

Pendiente de la curva
(2-10 años).

275 pb

Prima de riesgo bonos
rating BB.

Después de muchos años de cautela en el posicionamiento en bonos de alta calidad crediticia por la reducida rentabilidad que ofrecían, nos adentramos en una fase del ciclo donde el binomio rentabilidad-riesgo puede favorecer la inversión en bonos de calidad y no tanto en los de más riesgo.

Fundamentales y Valoración

Monetarios: los tramos cortos de la curva USD ya ofrecen rentabilidad real y ello podría reforzarse a lo largo de 2019 con tres subidas adicionales de tipos de interés (25 pb). De esta manera, seguiría creciendo la remuneración del activo sin riesgo (papel del Tesoro de corto plazo) y, con ello, se elevaría el atractivo de invertir en la curva monetaria.

Gobiernos: el *gap* entre las subidas necesarias según los miembros de la Fed y la opinión del mercado está más cerca de cerrarse. El mercado sólo descuenta dos subidas de 25 pb en 2019 (una segura y una segunda al 50%) frente a tres por parte de la Fed. Por tanto, empieza a haber valor en los bonos largos al estar más cerca el momento de aplanamiento total en la curva, punto donde el mercado percibiría que el ciclo de subidas ha llegado a su fin por los efectos negativos del tensionamiento monetario en la economía.

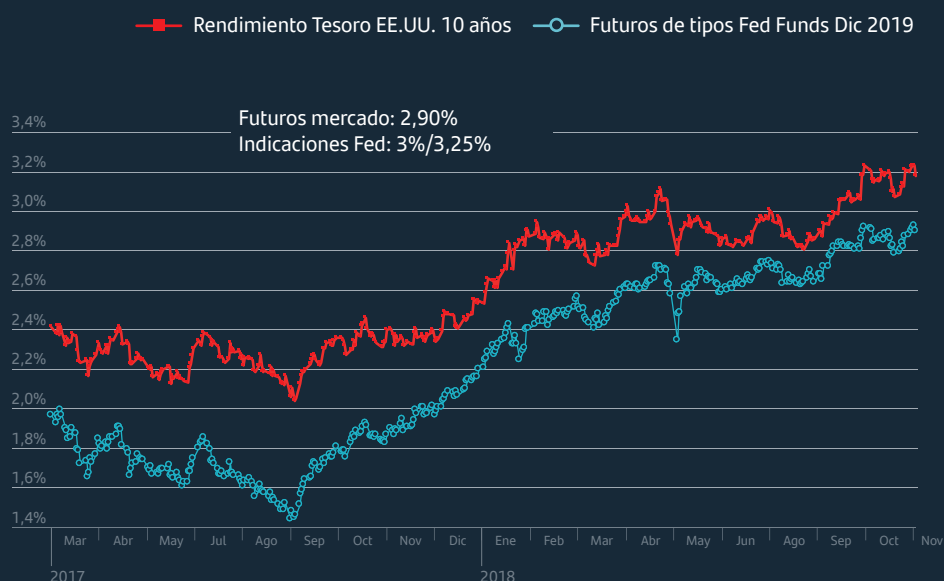
Crédito: los diferenciales demandados por el mercado por asumir el riesgo de contrapartida están en zonas de mínimos. Si bien las condiciones financieras siguen siendo laxas, el riesgo de que se incrementen las quiebras y reestructuraciones crediticias de empresas es elevado dado el momento del ciclo y la tendencia al alza de los tipos de interés.

Tendremos el foco puesto en... el número de subidas de la Fed

Gap entre escenario de la Fed y expectativas de tipos del mercado

Fuente: Reserva Federal y Bloomberg

Las indicaciones de los miembros de la Fed apuntan hacia un final en las subidas de tipos a principio de 2020, en niveles en torno al 3,25%. El mercado se está acercando a esos niveles pero todavía hay un pequeño *gap*.



-3,74%Rentabilidad en 2018
índice bonos corporativos.**-0,24%***High Yield* dejó de ser a
finales de noviembre el
único segmento de renta
fija con retornos positivos
durante 2018.

Estrategia y Posicionamiento

Monetarios y gobiernos: la estrategia recomendada hasta la fecha ha estado basada en un posicionamiento en monetarios y tramos cortos de la curva complementado con una sobreponderación en bonos flotantes de buena calidad crediticia. A lo largo del ejercicio 2019 sería necesario realizar un giro en este posicionamiento con el fin de incrementar la duración en las carteras. Consideramos probable un repunte adicional de algo más de 25 puntos básicos en los tipos a largo plazo en la primera mitad del año en un contexto de pleno empleo y mantenimiento del lenguaje *hawkish* por parte de los miembros de la Fed. Una vez se produzca este ajuste, estaremos atentos a pivotar hacia bonos de plazos más largos para dotar de un mayor grado de protección de capital a las carteras.

Crédito: las fases finales del ciclo son de alto riesgo para la inversión en bonos de baja calidad crediticia por ser el activo que primero corrige en entornos de desaceleración económica. Mantenemos, por tanto, posiciones de máxima prudencia en *high yield* al considerar que el riesgo de ciclicidad no está pagado en términos de diferenciales de crédito. Nos sentimos cómodos en las posiciones en bonos corporativos de mejor calidad crediticia, pero estaremos atentos a reducir posiciones en beneficio de bonos gubernamentales si los datos macro empiezan a tener un balance menos positivo. En nuestra opinión, nos adentramos en un entorno financiero donde la acumulación de endeudamiento empresarial y la desaceleración económica empezarían a ser factores negativos para la inversión en riesgo crediticio.

La variable clave para este activo será ... correlación entre confianza empresarial y bonos corporativos

Los mercados de crédito y la confianza empresarial van de la mano

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Nos adentramos en la fase más complicada para la inversión en bonos corporativos, por lo que habrá que estar atento a las señales de inflexión en indicadores adelantados tales como la confianza empresarial.





Renta Fija Euro.

-0,15%

Rentabilidad 1 Año
Euribor.

+271 pb

Máximo diferencial entre
tipos Treasuries y Bund.

174 M.Mill. EUR

Volumen bonos corporativos
en poder del BCE.

Los mercados de renta fija en euros pierden a su principal comprador y suministrador de liquidez: el Banco Central Europeo. El retraso en la “normalización” de la política monetaria supondría un entorno complicado para la inversión en la curva euro en 2019. La búsqueda de rentabilidades positivas va a exigir de grandes dosis de gestión activa en el riesgo del crédito y la duración.

Fundamentales y Valoración

Monetarios: el retraso en la implementación de las subidas de tipos de interés hasta finales de 2019 implicaría una travesía del desierto para las posiciones en liquidez. El BCE está preparando al mercado para la primera subida de tipos de interés en 7 años. No obstante, eso sería insuficiente para evitar que la liquidez escape de las rentabilidades reales negativas.

Gobiernos: el diferencial de rentabilidad entre los bonos estadounidenses a 10 años y los alemanes está en máximos históricos, dado el retraso existente entre el ciclo americano y el europeo. En ausencia de *shocks* negativos de crecimiento económico o geopolíticos consideramos que podrían repuntar las rentabilidades de los bonos alemanes. La curva de tipos en Italia (y en menor medida en España) seguiría sufriendo volatilidad en el corto plazo como consecuencia de las negociaciones con la Unión Europea, pero apostamos por un escenario más tranquilo durante 2019.

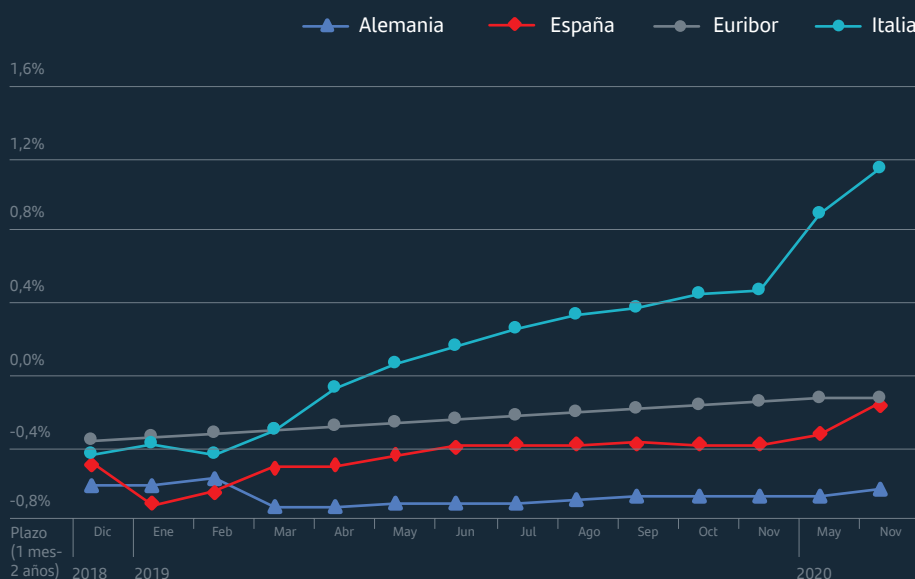
Crédito: los bonos corporativos van a perder en breve su principal apoyo comprador al finalizar el programa de recompra de activos del BCE. Las métricas de endeudamiento de los emisores europeos de bonos son de mayor calidad que en el caso de sus homólogos estadounidenses, y tienen, por tanto, un menor riesgo de ampliación de diferenciales. Sin embargo, en ausencia de compras por parte del BCE hay poco margen de estrechamiento adicional en los *spreads*.

Tendremos el foco puesto en... los diferenciales (*spreads*)

Curvas de tipos a corto plazo zona Euro

Fuente: Bloomberg

Ausencia de
rentabilidad en plazos
inferiores a 2 años
(salvo en la curva
italiana).



+305 pb

Diferencial del bono italiano respecto al alemán.

+1,5%

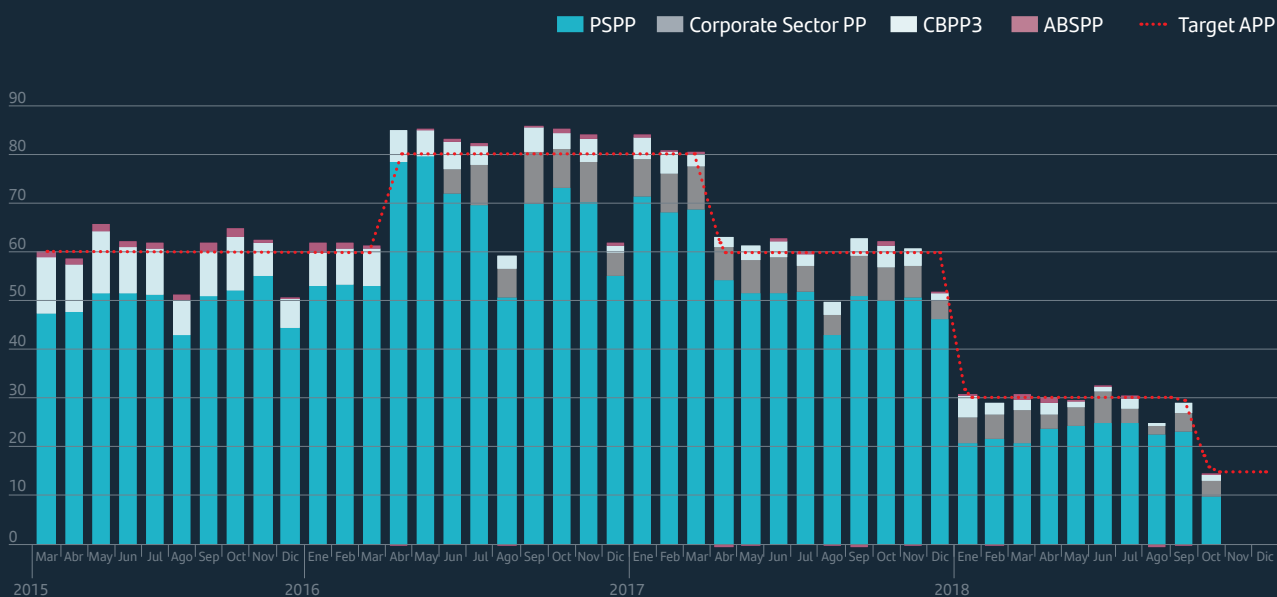
Tipo de interés medio bonos corporativos rating BBB.

Estrategia y Posicionamiento

Monetarios y gobiernos: en este entorno, las opciones en la renta fija soberana euro pasan por una gestión muy activa del *spread* periférico y cautela en duraciones. El efecto arrastre de la prima italiana seguiría siendo muy limitado en el bono español, que podría volver a cotizar cómodamente por debajo de los 100 pb. La resolución positiva del debate sobre el presupuesto italiano justificaría una prima adicional a la española pero menor a la actual, situándose por debajo de los 250 pb. Por tanto, la estrategia de cara a 2019 apunta a una mayor flexibilidad en la gestión y la búsqueda de retorno absoluto en un entorno de normalización al alza de TIRes, donde los diferenciales periféricos cobran especial protagonismo.

Crédito: la crisis italiana ha tenido un efecto arrastre también sobre el crédito, que a su vez ha sufrido un recorte relevante en flujos. En el mercado de renta fija corporativa, no descartamos presión adicional en el sector Autos, afectado por menores crecimientos y fuertes necesidades de inversión por motivos regulatorios. En sentido contrario, mantenemos una visión favorable sobre el segmento de bonos sostenibles, para los que esperamos un mejor comportamiento relativo en *spreads*, en un contexto en el que continuaría además el crecimiento de la demanda del activo, que tiene una presencia cada vez mayor en las carteras de los inversores.

La variable clave para la renta fija en euros... será el final del programa de compras del Banco Central Europeo (BCE)



Compras mensuales de bonos en euros por parte del BCE (M. Mill. EUR)

Fuente: BCE

El BCE ha confirmado que a finales del 2018 dará por terminado su programa EAPP.



Renta Fija Emergente.

-4,8%

Retorno en los primeros
10 meses 2018.

+8,2%

Rentabilidad a vencimiento
bonos latinoamericanos
(ex Argentina) en
moneda local.

+5,9%

Rentabilidad a vencimiento
de los bonos de Brasil y
México en USD.

La renta fija emergente nos aporta un elemento de alto valor añadido (por su mayor tipo de interés) a la hora de gestionar activamente una cartera de renta fija. Sin embargo, como en 2018, es necesario ser exigente con el riesgo emisor y gestionar activamente la diversificación y la calidad crediticia.

Fundamentales y Valoración

Valoración: la renta fija emergente ha sido quizás el segmento del mercado de bonos que ha experimentado la mayor corrección en 2018, con ampliaciones de diferencial importantes tales como las de Argentina (+400 pb) en el segmento *high yield* o las de México (en torno a 100 pb). Los niveles de valoración son atractivos y el diferencial de tipos supera en igualdad de *rating* al de la renta fija corporativa *high yield*. Los fundamentos de endeudamiento son también positivos después de varios ejercicios de desapalancamiento, sobre todo en el segmento de bonos corporativos emergentes.

Geopolítica: un aspecto positivo de cara al próximo año es que hay muchas menos incertidumbres políticas. 2019 comienza con nuevos mandatarios en Colombia (220 pb de diferencial), Brasil (285 pb) y México (303 pb). En Colombia y Brasil el foco estará centrado en la adecuación de sus finanzas públicas. Brasil discutirá una reforma de las pensiones que debería controlar el gasto fiscal de mediano plazo; por su parte, Colombia se embarca en una nueva reforma tributaria para financiar un presupuesto inelástico y darle un respiro al sector corporativo. Los inversores en México se encuentran a la espera de que López Obrador comience a trazar las líneas maestras de su legislatura. En función de cómo el mercado las valore, las primas de riesgo aumentarían o disminuirían.

Estrategia y Posicionamiento

Gestión Activa: la renta fija emergente tiene un comportamiento muy volátil en periodos de subidas de tipos de interés en Estados Unidos (y cuando se aprecia el USD). No obstante, consideramos que la inclusión de esta tipología de bonos podría aportar valor en determinados momentos de 2019 teniendo en cuenta la ampliación de diferenciales que han sufrido recientemente y la disminución de la incertidumbre política. Recomendamos posiciones selectivas en esta clase de activo con una elección cautelosa de países, sectores y emisores. Las emisiones en moneda local pueden ganar atractivo a lo largo del ejercicio. Los inversores institucionales tienen posiciones muy infraponderadas en bonos emergentes y puede haber una reacción positiva de precios si no se deterioran los fundamentales.

4

Renta Variable.

La bolsa estadounidense presenta valoraciones más ajustadas y depende en mayor medida del crecimiento de los beneficios. Europa cuenta a su favor con una elevada rentabilidad por dividendo. Japón presenta el atractivo de las mejoras en las políticas de remuneración al accionista.

La valoración en términos absolutos y relativos, unida a unas expectativas razonables de crecimiento de los beneficios, permitirían cierto recorrido adicional a la revalorización bursátil.

Tras un ciclo alcista de más de 10 años y con rentabilidades superiores al +280% (MSCI World) gracias a los bajos tipos de interés, la mejora del crecimiento económico, el aumento en márgenes empresariales y la expansión de los múltiplos de valoración, comenzamos a ver las **primeras dudas en la comunidad inversora** sobre la continuidad de esta tendencia alcista para 2019, dando por hecho que nos encontramos en la fase final del ciclo económico.

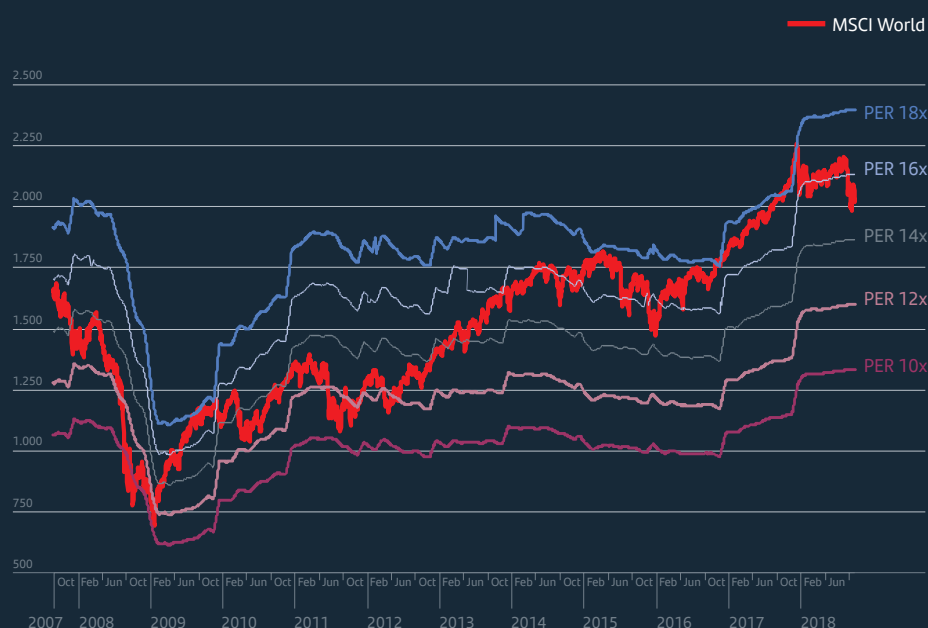
En los últimos años hemos constatado **importantes divergencias de comportamiento entre los índices de Estados Unidos y el resto del mundo**. Esto se ha debido a la ponderación creciente del sector Tecnológico y un mayor crecimiento de los beneficios empresariales, lo que ha provocado que los inversores estén dispuestos a pagar múltiplos de valoración más elevados por la bolsa estadounidense. En el caso de Europa, la revisión a la baja del crecimiento económico y el aumento de las primas de riesgo por las negociaciones del "Brexit" y el déficit presupuestario entre la Comisión Europea e Italia presionaron los índices bursátiles y los múltiplos de valoración a la baja, sin poner en valor el crecimiento positivo de los beneficios en 2018. Estas tendencias son susceptibles de ser modificadas en 2019 en la medida que los inversores comiencen a valorar un entorno con menor riesgo económico y político.

El principal baluarte del activo ha sido en los últimos años, y también lo será en 2019, el **crecimiento de los beneficios empresariales**. Las incertidumbres sobre la desaceleración económica por el impacto de los aranceles, las presiones inflacionistas, el aumento de los costes empresariales y la eterna presencia del riesgo geopolítico, hacen dudar a los inversores de si los beneficios esperados en 2019 se van a cumplir o podrían verse revisiones a la baja en los próximos meses. Nuestro escenario es que las actuales estimaciones son algo optimistas y podrían verse revisadas a la baja. La velocidad y magnitud de las revisiones determinarían la capacidad del activo de tener un mejor o peor comportamiento.

A nivel de **valoración**, tras la corrección de los últimos meses, los múltiplos han visto importantes contracciones desde los máximos de principios de este año, dando soporte fundamental al ejercicio 2019 por encontrarse en **niveles muchos más atractivos** que a comienzos de 2018 y más cerca de su media histórica.

MSCI World - Evolución índice y rangos de valoración PER

Fuente: Bloomberg / IBES





Renta Variable EE.UU.

+9%

Crecimiento esperado de los beneficios empresariales estadounidenses en 2019.

Mantenemos un posicionamiento neutral en renta variable estadounidense para participar en la última fase del ciclo de revalorización, pero estando muy atentos a cualquier signo de debilidad en los fundamentales. La clave estaría en la capacidad de Wall Street de cumplir las expectativas de crecimiento de beneficios.

Fundamentales

Beneficios: las empresas estadounidenses están consiguiendo batir las expectativas de beneficios de 2018, y el consenso de crecimiento para 2019 (+9%) se mantiene de momento firme. Nuestro posicionamiento de partida para el próximo año es el del escenario positivo de la tabla inferior, al considerar que **el momento de la economía americana todavía puede permitir que las compañías consigan el crecimiento de beneficios esperado por el mercado**. El buen tono de los resultados presentado al cierre del tercer trimestre de 2018 nos reafirma en este potencial de rentabilidad en los próximos 12 meses. No obstante, estaremos muy atentos a cualquier señal de **desaceleración en ventas y/o deterioro de márgenes** (tensiones salariales, mayor coste de financiación y de materias primas). En el caso de que las empresas no cumplan sus expectativas de beneficios para 2019, nos iríamos probablemente al rango de valoración de la zona sombreada en azul en la tabla. En este escenario, la bolsa estadounidense tendría dificultades para seguir revalorizándose.

Tendremos el foco en... el crecimiento de los beneficios

El nivel medio de valoración de la bolsa estadounidense es de 16x PER forward. Si nos mantenemos en ese nivel de valoración, el potencial de rentabilidad del S&P 500 dependería de la fortaleza del crecimiento de beneficios, situándose entre 2.800 y 3.000 puntos.

		Crecimiento en beneficios por acción				
		-1%	+4%	+10% Consenso	+15%	+17%
		Beneficios por acción				
		166 USD	170 USD	179 USD	188 USD	192 USD
P/E forward	12,5x	2.070	2.126	2.238	2.349	2.405
	13,5x	2.235	2.296	2.417	2.537	2.598
	14,5x	2.401	2.466	2.596	2.725	2.790
	15,5x	2.566	2.636	2.775	2.913	2.983
	16,5x	2.732	2.806	2.954	3.101	3.175
	17,5x	2.898	2.976	3.133	3.289	3.367
	18,5x	3.063	3.146	3.312	3.477	3.560

 Rango escenario negativo (se revisan las estimaciones y el sentimiento se deteriora)
 Rango escenario positivo (se cumplen las expectativas de beneficios)
 Media histórica de valoración (P/E forward) de la bolsa estadounidense (16,1 x)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

+2,1%

Prima de riesgo positiva (*Earnings Yield Gap*) de los beneficios de la bolsa respecto a la renta fija gubernamental.

+9,4%

Outperformance anualizado en los últimos 5 años del S&P 500 respecto a la renta fija.

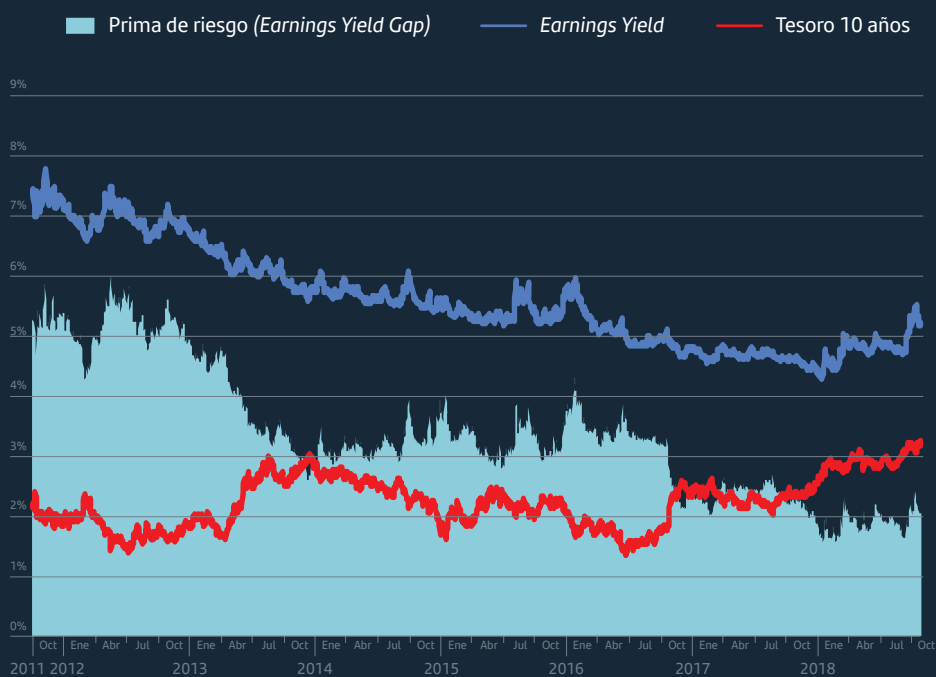
Valoración y Posicionamiento

Valoración: la valoración relativa de la bolsa respecto a la renta fija se analiza principalmente por el indicador conocido como "*earnings yield gap*" (ver gráfico inferior), que mide el diferencial entre la rentabilidad de las acciones vía beneficios (*earnings yield*) y lo que rinde un bono del Tesoro a 10 años. También es conocido como prima de riesgo o "*equity risk premium*". **El diferencial actual todavía implica un mayor atractivo relativo de las acciones respecto a los bonos**, pero esta valoración relativa puede invertirse en caso de que los beneficios se deterioren o los tipos de interés sigan su tendencia al alza.

Posicionamiento: el mejor comportamiento relativo de la bolsa americana frente a cualquier otro activo y/o geografía en los últimos 5 años ha sido de una dimensión histórica. Mantenemos un posicionamiento neutral en bolsa estadounidense a pesar del peligro de revisiones de beneficios a la baja. Las ratios de valoración son razonables y consideramos factible que se logren los objetivos de beneficios, siempre que el entorno macro no se deteriore.

Abogamos por la rotación paulatina hacia sectores más defensivos como son Consumo Estable y Salud, manteniendo también la sobreponderación en los sectores Financiero y Energético. Recomendamos una exposición neutral a Tecnología y al nuevo sector de *Communication Services*. Para los sectores más sensibles a subidas de tipos de interés (*Utilities* y *Real Estate*) y con valoraciones más exigentes (Consumo Discrecional) mantenemos una recomendación de infraponderación. A nivel temático, preferimos un sesgo hacia *Value* (valoración + tipos de interés + dividendos) vs *Growth*, y en capitalización bursátil favorecemos grandes frente a pequeñas compañías.

Tendremos el foco en... el *Earnings Yield Gap* (S&P 500)



Los recientes recortes de precios han mejorado la rentabilidad relativa de la bolsa respecto a los bonos. El balance favorece de momento a las acciones.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Renta Variable Europa.

+9%

Crecimiento esperado
de los beneficios
empresariales
europeos en 2019.

Las condiciones financieras en las que se moverá la bolsa europea a lo largo de 2019 siguen siendo favorables: crecimiento económico, beneficios empresariales al alza, valoración benigna en absoluto y relativo y unos tipos de interés que no constituyen una alternativa de inversión en términos reales.

Fundamentales

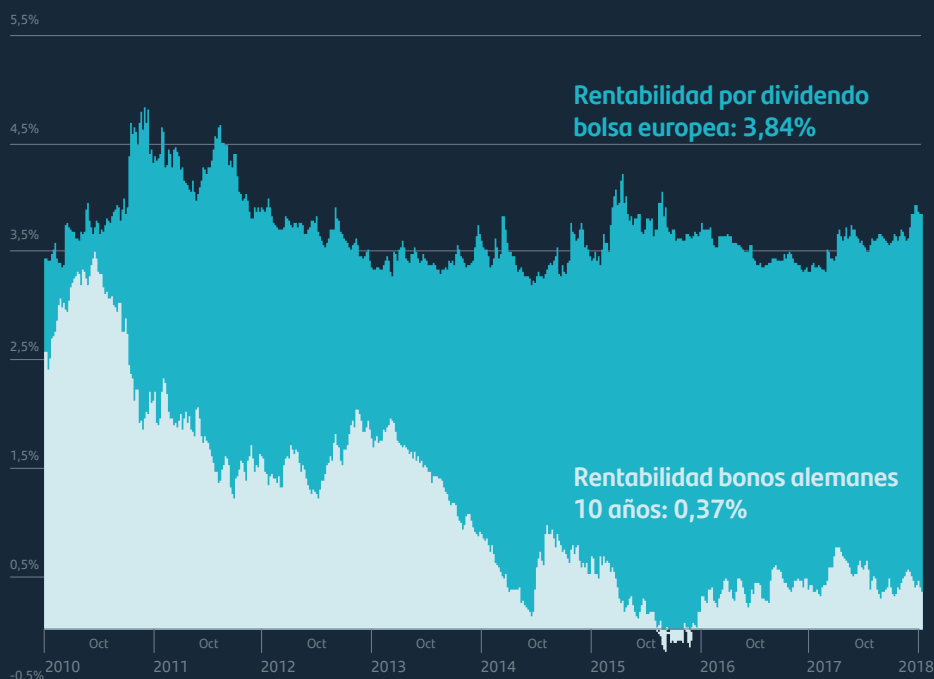
Beneficios: sin duda, el factor más relevante para seguir confiando en el potencial de revalorización del activo es la trayectoria y perspectivas de los beneficios empresariales. Así, en 2018 y conocidas ya las cifras del tercer trimestre, los resultados del Stoxx 600 subieron un 10%, mientras que las ventas lo hicieron un 6%. Las previsiones de BPA para 2019 siguen apuntando a un crecimiento por encima del 9% con una aportación positiva de todos los sectores a excepción de Recursos Básicos, que limitaría su caída a un 1,4%. Por el lado más favorable, destacan los sectores de Tecnología, Industriales y Energía, donde esperamos que los beneficios crezcan a doble dígito.

Tendremos el foco en... la rentabilidad por dividendo en bolsa europea

Bolsa europea (Stoxx 600). Rentabilidad por dividendo

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

En un horizonte de medio plazo en el que la Zona Euro seguiría sin disfrutar de remuneración positiva al ahorro, resulta más que atractiva la rentabilidad por dividendo de casi un 4% que ofrece la bolsa europea.



13x

Ratio PER de valoración
por múltiplos de
beneficios.

-8%

Retorno experimentado
por la bolsa europea en los
primeros 10 meses
de 2018.

Valoración y Posicionamiento

Valoración: en este contexto, cobra aún mayor protagonismo el atractivo por valoración que ofrece la renta variable europea, tanto en términos absolutos como relativos. A tenor de las cesiones de los índices, especialmente las del pasado mes de octubre, y las estimaciones de BPA para 2019, la bolsa europea cotiza con un PER *forward* en el entorno de 13x, niveles cercanos a los mínimos de los últimos cinco años y que, en todas las ocasiones, dieron paso a una revalorización progresiva en los meses posteriores. En la medida en la que el comportamiento sectorial de los próximos meses refleje los fundamentales de fondo, veríamos una mejora del componente cíclico del mercado, que ha sido muy penalizado en los momentos de caída y que presenta unas valoraciones relativas más favorables.

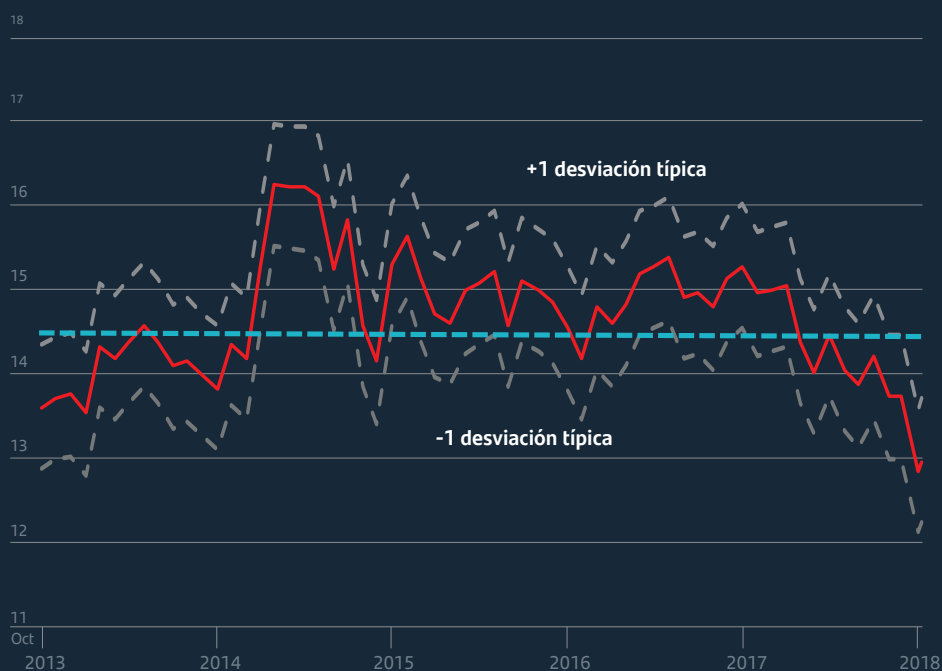
Posicionamiento: esperamos que los inversores vuelvan a fijarse en los fundamentales que sustentan las valoraciones atractivas que encontramos en las bolsas europeas, especialmente una vez que la resolución del "Brexit" y la política presupuestaria italiana dejen aflorar este valor. El desajuste entre el comportamiento del mercado en 2018 y las métricas de valoración y crecimiento implicaría, cuanto menos, un soporte de cara al horizonte de inversión de 2019.

Tendremos el foco en... la valoración

Bolsa europea (Stoxx
600). Valoración por
múltiplo PER (x)*

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los niveles actuales
de valoración de la
bolsa europea no se
habían visto desde
los momentos de
la crisis de Grecia
en 2012.



(*) PER Forward (Beneficios próximos 12 meses)



Renta Variable Japón.

+8,0%

Crecimiento de los beneficios esperado para 2019.

13,1x

Valoración por múltiplo de PER de la bolsa japonesa.



Renta Variable Emergente.

10,5x

Valoración por múltiplo de PER de las bolsas emergentes.

La diversificación en acciones japonesas ha aportado valor en los últimos 5 años gracias a la mejora de los fundamentos de sus empresas y la implementación de un programa económico por parte del Gobierno Abe que ha permitido un crecimiento por encima del potencial. Vemos valor en la bolsa japonesa en base a las expectativas de crecimiento de los beneficios y la implementación de mejores prácticas de remuneración al accionista.

Fundamentales

Beneficios: la recuperación de los índices de Japón, y en particular del *Topix*, en los últimos 5 años ha venido acompañada por un incremento de los beneficios. De este modo, no se ha producido una expansión de múltiplos en el período que viene desde 2009, manteniéndose el PER *forward* en niveles inferiores al promedio histórico. Las acciones japonesas tienen una valoración relativa atractiva respecto a su media histórica y en comparación con otras bolsas.

Valoración y Posicionamiento

Valoración: la conclusión es que en un contexto en que (i) esperamos una aceleración en el crecimiento de la economía, gracias al impulso de la inversión ante las infraestructuras necesarias para los Juegos Olímpicos de 2020, (ii) las compras de ETFs por parte del Banco de Japón podrían mantenerse durante mayor tiempo en tanto que no se observan presiones inflacionistas hasta el nivel objetivo, y (iii) el índice nipón presenta unas valoraciones atractivas y unos niveles de crecimiento de los beneficios esperados en torno al 8% para los próximos años, consideramos que la renta variable de Japón presenta un potencial alcista más que apreciable a medio plazo.

Durante 2018, la renta variable de países emergentes ha tenido un claro peor comportamiento frente a los países desarrollados. Esta corrección se ha traducido en una cesión de las valoraciones que ha incrementado el valor del activo: el PER se sitúa en 10,5x, frente a la media de 11x de los últimos cinco años, con una recuperación de los beneficios.

Factores clave en la recuperación del activo

Menor fortaleza del USD y freno de las subidas de tipos de interés en EE.UU. A medio plazo mantenemos la previsión de depreciación generalizada del USD y no anticipamos muchas más subidas de los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. frente a los niveles actuales.

Menores tensiones comerciales. El punto de incertidumbre seguiría siendo China, donde los aranceles podrían estar empezando a hacer mella en su desempeño económico.

Crecimiento en emergentes estabilizándose. Mantenemos el optimismo en este aspecto: los PMI siguen por encima de los 50 puntos y las medidas de estímulo monetario y fiscal anunciadas por China empezarían a tener efecto en los próximos trimestres.

Flujos. Una mejora de estas variables podría impulsar los flujos de inversión hacia este conjunto de países.

Mercados preferidos para 2019. China, la India, Brasil y México.

5 Divisas.



Divisas países desarrollados.

El dólar estadounidense seguiría apreciándose en la primera parte del año, pero la tendencia podría cambiar a partir de la primavera.

Una de las moralejas que ha dejado el mercado en 2018 es que, ante la sucesión casi incesante de eventos de naturaleza geopolítica impulsores de la volatilidad, las divisas consideradas tradicionalmente como refugios –dólar estadounidense, yen japonés, franco suizo- han ejercido su papel casi a la perfección, lo que sirve de recordatorio acerca de la idoneidad de mantener siempre una posición diversificada en la exposición cambiaria de una cartera de inversión.

Prevedemos que el dólar estadounidense (USD) mantenga abierta la ventana de apreciación frente al euro (EUR) durante el primer trimestre de 2019, con un primer objetivo en la referencia de 1,10, con potencial proyección hacia 1,03/1,05, en base a (i) el diferencial de crecimiento económico entre EE.UU. y la zona Euro, (ii) el diferencial de tipos de interés entre ambas economías descontados para buena parte del año, y (iii) el sentido de la dinámica de los balances de activos de la Reserva Federal y el BCE. **A partir de la primavera, estimamos un cambio de tendencia en el cruce EUR/USD**, para finalizar el ejercicio cerca de su nivel de equilibrio en términos de PPA (1,20).

Respecto a otras divisas del espectro OCDE, la **libra esterlina cuenta con un potencial de apreciación notable frente a USD y EUR** al cotizar muy por debajo de su nivel de equilibrio por PPA, potencial que terminaría materializándose en ganancias si, como prevemos en nuestro escenario central, un acuerdo sobre el "Brexit", aunque sea de mínimos, termina cristalizando.

Por su parte, **el yen japonés** se movería entre dos aguas: la idiosincrásica, que justificaría una depreciación frente a USD y EUR por el papel más retrasado en el proceso de normalización monetaria de su banco central, y la exógena, condicionada en buena medida por los niveles de volatilidad del mercado (cuanto más altos, más se beneficiaría la divisa nipona).



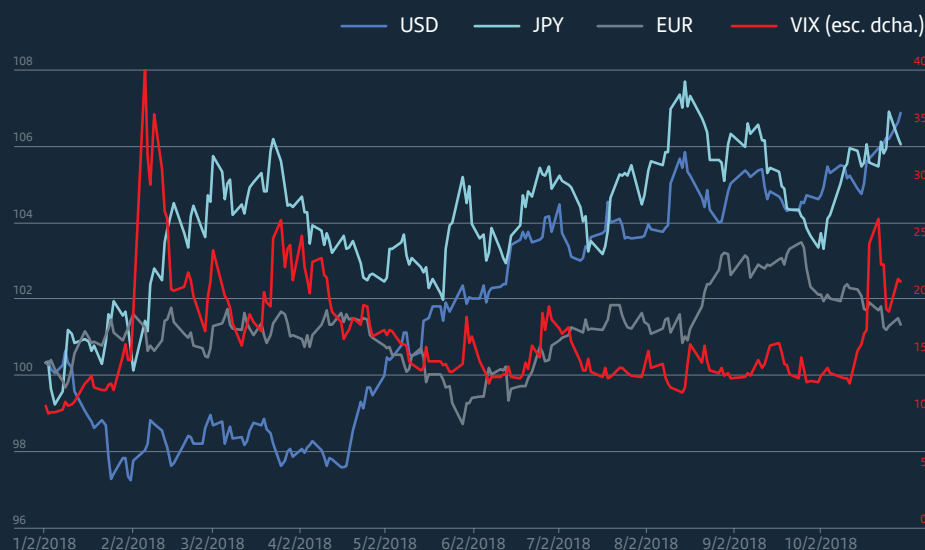
Divisas países emergentes.

En relación a las **divisas emergentes**, después de un 2018 marcadamente desfavorable, **el ejercicio de discriminación para el año entrante parece obligado**. Identificamos dos grupos: (i) aquellas monedas sobre las que las debilidades estructurales seguirían pesando, casos de Argentina, Turquía o Sudáfrica, y (ii) aquellas otras de países con alto nivel de reservas (Brasil o la India) o con menor grado de incertidumbre (México), que podrían recuperar terreno frente a USD y EUR a lo largo de 2019.

Tipos de cambio efectivo (base 100=enero 2018) y volatilidad (VIX)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El dólar estadounidense y el yen japonés suelen actuar como activos refugio en repentes de volatilidad.



6

Materias primas.

Una característica del precio de las materias primas es su evolución cíclica. Esto se debe a que su precio, a diferencia del de los activos financieros que se forma a través del descuento de flujos de caja esperados, se ve más influenciado por las dinámicas de oferta y demandas presentes. En este contexto, ante un ciclo económico cada vez más maduro -pero cuyo margen de continuidad viene sobre todo por el lado de la inversión- y una inflación que seguiría ganando tracción de forma moderada, las materias primas podrían actuar como cobertura natural.

Visión por categorías



En lo que respecta a la **categoría de energía**, esperamos un avance muy moderado del precio del crudo, que lo llevaría a cotizar entre 70-90 USD/barril en la referencia Brent. Incrementos de la demanda vendrían parcialmente compensados por una mayor producción de petróleo no convencional en EE.UU. Se trata de una categoría de activo especialmente influenciado por sorpresas de orden geopolítico (OPEP).

Metales básicos es nuestra categoría preferida, aunque se impone la selectividad en la misma, en función de las dinámicas específicas de oferta y demanda. Tras la caída del precio del cobre en 2018, lo que ha derivado en un nivel de inversión muy reducido, éste se trata de uno de los metales con mayor potencial alcista de cara a 2019.



El principal riesgo para el oro es la continuidad del tensionamiento monetario de la Fed por coste de oportunidad. No obstante, tal y como ocurrió en 2018, ante episodios de volatilidad inusitada, **el oro seguiría actuando como activo refugio**.

7

Gestión alternativa.

En esta fase final del ciclo es necesaria una muy elevada disciplina en la gestión de los niveles de riesgo y una gran diversificación en las estrategias de generación de valor. En este contexto, las estrategias de gestión alternativa constituyen un atractivo complemento a las inversiones más direccionales.

Visión por estrategias



2018 ha sido un año complicado para la gestión activa. La divergencia en términos de política monetaria entre EE.UU. y el resto de regiones, la sólida actividad corporativa (M&A), la fortaleza del USD presionando a los países emergentes y los repuntes de volatilidad acompañados de fuertes rotaciones sectoriales, fueron, entre otros, los factores que influyeron en la evolución de la mayoría de estrategias.



Para el próximo año esperamos un entorno de mayor incertidumbre, pues las primas de riesgo están comprimidas, de menor liquidez en general por la retirada de estímulos de los bancos centrales y con posibles repuntes fuertes de volatilidad. Por tanto, es importante una adecuada diversificación de la cartera, ampliando la gama de activos tradicionales con estrategias **alternativas con el objetivo de preservar el capital en entornos complejos**. En este contexto podrían resultar favorables las estrategias de valor relativo con poca direccionalidad o flexibles en el grado de exposición, que utilicen coberturas o que inviertan en activos diferentes a bonos o acciones, como podrían ser materias primas, *real estate*, infraestructuras listadas o inflación.

8

Conclusiones.

Foco en los fundamentales.

EE.UU.: las variables fundamentales son todavía positivas en materia de crecimiento (2,5%) pero las condiciones monetarias podrían ser restrictivas a finales de 2019 tras las subidas previstas por la Fed (tres de 25 pb).

En la **zona Euro**, el ciclo de actividad económica es menos robusto (1,6%), pero la política monetaria es más laxa.

La hipótesis principal de cara a los próximos 12 meses es la **continuidad en el ciclo de crecimiento de la economía mundial**. A nivel global, los principales países desarrollados lograrían en 2019 tasas de incremento de actividad cercanas a su nivel potencial. Este entorno de crecimiento global del 3,5% permitiría a las empresas mantener la tendencia de beneficios al alza próxima a los niveles del 9% que a día de hoy estima el mercado. Estos ritmos de crecimiento situarían todavía a la economía estadounidense en el ciclo expansivo, como se puede ver en el gráfico inferior. El ciclo de actividad económica en la zona Euro presenta un retraso frente a Estados Unidos y todavía se encontraría en la fase de recuperación.

El gráfico también explica el ciclo de política monetaria asociada a cada fase de crecimiento y cómo cambian las **prioridades de los bancos centrales a la hora de tomar sus decisiones**. Los fundamentales de política monetaria situarían a Estados Unidos en un punto donde la Reserva Federal comienza a estar más preocupada por la variable inflación que por el ritmo de crecimiento. Esto se traduce en una continuidad en el ritmo de subidas de tipos de interés hasta que se alcance el nivel de neutralidad.

La zona Euro se encuentra en una fase mucho menos avanzada de política monetaria como consecuencia de la crisis de los países periféricos y el retraso en la implementación de los programas de recompras de activos por parte del Banco Central Europeo. **Los fundamentales monetarios darían apoyo al proceso de recuperación en la región**, al ser todavía muy incipiente el endurecimiento de las condiciones monetarias.



Prudencia en la selección de activos.

Renta Fija USD: valor creciente en los tramos largos. Rotación desde el riesgo de crédito al de duración ante la normalización de los tipos de interés.

Renta Fija EUR: es pronto para posicionarse en plazos largos. Recomendamos posiciones en bonos corporativos y periféricos.

Renta Fija Emergente: los diferenciales son atractivos pero exigen selectividad.

Históricamente no ha habido una discrepancia muy significativa entre los niveles de tipos de interés sin riesgo para el dólar estadounidense (medidos por la TIR del bono del Tesoro estadounidense a 10 años) y para el euro (rentabilidad del bono alemán a 10 años). Sin embargo, este ciclo ha sido muy diferente en lo que a políticas monetarias se refiere y ello ha repercutido en un desajuste entre los tipos de interés de las dos principales monedas. Si bien para el inversor que tiene como referencia el dólar estadounidense, la tasa libre de riesgo se sitúa en el 3,1%, para el inversor en euros el coste de oportunidad de cualquier inversión esta referenciado a tasas mucho más bajas (el bono a 10 años rinde sólo un 0,37%).

La razón de este **diferencial de tasas en máximos entre los bonos estadounidenses y los alemanes** tiene su origen en el retraso que acumula la economía europea en este ciclo expansivo frente a la americana. La crisis de la deuda periférica trajo como consecuencia una fuerte desaceleración de la misma los años 2012 y 2013, que obligó a implementar políticas monetarias más agresivas más tarde que en Estados Unidos. Las consecuencias de este segundo episodio de crisis en el "ciclo europeo" son muchas: menor rentabilidad en la inversión en acciones, menor remuneración de la liquidez, volatilidad en la prima de riesgo de las distintas deudas de países europeos y debilidad del euro respecto al dólar estadounidense.

La parte inferior del gráfico de la página anterior identifica qué asignación de activos tendríamos que poner en práctica en las carteras de inversión en función del momento del ciclo de política monetaria y de actividad económica. La variable fundamental a la hora de seleccionar estos activos viene determinada por el nivel del tipo de interés en los activos sin riesgo en función de la divisa de referencia que nuestros clientes tienen en sus carteras. Esta moneda normalmente es el dólar estadounidense o el euro (y en algunos casos la libra esterlina).

El momento del ciclo para la **inversión en dólares estadounidenses** tiene como *benchmark* la rentabilidad ofrecida por los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años. La rentabilidad de estos bonos tocó suelo en 2016 en un nivel del 1,37% y, desde entonces, se ha duplicado y el inversor lleva varios meses obteniendo rentabilidades por encima de la inflación y superiores al 3% en términos nominales.

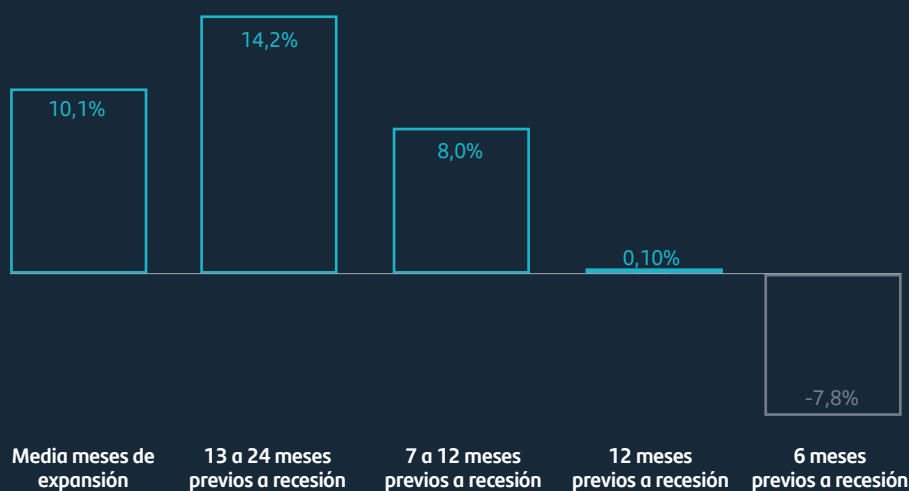
Si el ciclo estadounidense se encuentra en donde hemos señalado en el gráfico (fase de expansión), la **apuesta más beneficiosa para aprovechar la tendencia alcista de los tipos de interés serían los bonos flotantes**. Por el contrario, el activo a evitar serían los bonos

Índice S&P 500: rentabilidades medias reales desde 1950.

Navegando el ciclo de la renta variable

Fuente: Bloomberg

La rentabilidad media anualizada de la bolsa estadounidense en la fase final de un ciclo expansivo históricamente ha tenido un comportamiento positivo, salvo en los 6 meses inmediatamente anteriores al inicio de una recesión. Un posicionamiento de moderada cautela en renta variable es consistente con las señales que emiten los indicadores fundamentales, que apuntan a una continuidad del ciclo expansivo en los próximos 12 meses.



Asignación de activos más diversificada y dinámica.

Renta Variable EE.UU.: sesgo más defensivo en el posicionamiento sectorial (Consumo Estable y Salud) primando el estilo *Value*.

Renta Variable Europa: alta rentabilidad por dividendo. Preferencia por sectores más cíclicos (Tecnología, Industriales y Energía) que crecerían a doble dígito en beneficios.

Renta Variable Emergente: la corrección de 2018 incrementa el valor del activo. China, la India, Brasil y México, los países con mayor potencial.

corporativos, que se ven perjudicados por el impacto en duración (sensibilidad a los tipos de interés) y por el inicio de la preocupación por repuntes de los diferenciales de crédito en las empresas más endeudadas. **Mientras los tipos de interés se mantengan al alza pero los beneficios empresariales sigan con una tendencia positiva aupados por el buen momento económico, la inversión en acciones continuaría siendo una alternativa rentable.**

No obstante, estaremos atentos al momento en que las subidas de tipos de interés y la inflación salarial empezarían a hacer mella en los márgenes empresariales y las expectativas de beneficios comenzarían a cambiar de signo.

Nuestra recomendación para activos denominados en dólares estadounidenses va en la línea de lo que hemos descrito como ciclo clásico de inversión. **Mantendríamos posiciones neutrales en acciones pero prestando mucha atención a la evolución de los beneficios empresariales.** Optamos por una rotación sectorial paulatina a sectores más defensivos como son Consumo Estable y Salud, manteniendo también la sobreponderación en el sector Financiero y Energético.

En este momento ya deberíamos haber reducido el riesgo de crédito en las carteras de renta fija para moderar el riesgo cíclico y proteger capital. Los bonos con baja calidad crediticia están entre los activos más sensibles al cambio de ciclo, y el precio de este tipo de bonos es de los primeros en experimentar caídas en un entorno de desaceleración ya significativo.

Adicionalmente, el coste de oportunidad de no estar invertido en los bonos *high yield* es menor en este momento del ciclo por estar los diferenciales de crédito muy comprimidos. El activo con mejor binomio rentabilidad/riesgo en esta fase del ciclo son los bonos flotantes, pero esto cambia una vez la curva de interés se haya aplanado. **En ese momento, y cuando se empiece a ver que los tipos de interés más altos pasan a tener un efecto negativo en la economía, es cuando hay que hacer un cambio importante incrementando la duración de la cartera de bonos y posicionándose para un futuro escenario de tipos de interés a la baja.**

Tal y como describimos en la sección de renta fija, consideramos que el mercado está más cercano a poner en precio nuestro escenario de subidas de tipos de interés por parte de la Fed.

Rentabilidad de los principales activos en los 10 últimos años.



Atención a la gestión del riesgo de crédito y máxima diversificación.

Riesgo de crédito:
cautela en la curva corporativa estadounidense dada la madurez del ciclo.

Diversificación:
la gestión de una cartera en euros dispone de menos anclajes de rentabilidad en bonos y liquidez, por lo que es necesario mayores dosis de gestión activa.

Divisas:
las posiciones en USD podrían actuar como activo refugio.
A partir del segundo trimestre podría cambiar la tendencia en el cruce EUR/USD hacia su nivel de equilibrio (1,20).

El momento óptimo de alargar duraciones y cambiar bonos flotantes por Tesoros en la parte larga de la curva se acerca y habrá que estar muy atento a los datos de inflación y al discurso de la Fed para hacer este cambio efectivo. La inversión de la curva de interés, la inflación salarial al alza, y el deterioro en la confianza de los empresarios y en las expectativas de crecimiento de beneficios son los factores que determinarían un posicionamiento más conservador en renta variable americana.

En lo que respecta al ciclo económico para un inversor que tenga como referencia el euro, el panorama es más complejo al mantenerse los tipos de interés en zona de nula rentabilidad y no haber obtenido la renta variable el retorno esperado.

Estas circunstancias están dificultando la gestión de carteras para los inversores cuya moneda de referencia sea el euro, al no existir las condiciones idóneas para cualquiera de los activos. Nuestro escenario central sería consonante con una recuperación del terreno perdido por parte de la renta variable. El reloj de inversiones descrito anteriormente nos indica que, para este momento del ciclo económico, el activo idóneo en términos del binomio rentabilidad-riesgo sería las bolsas de países desarrollados. Esta estrategia funcionó de manera muy efectiva para los inversores con referencia en activos denominados en dólares estadounidenses, y pensamos que todavía hay margen para que tenga éxito en las carteras basadas en euros. En las carteras de renta fija en euros, todavía no ha llegado el momento de la inversión en bonos flotantes y el activo más idóneo para el momento del ciclo sería los bonos corporativos más que los bonos gubernamentales. La asignación de presupuesto de riesgo en la renta fija euro debería pivotar más hacia el riesgo de crédito que al de duración. Pero dado el reducido diferencial existente en los bonos corporativos *investment grade*, será necesario complementar este posicionamiento con apuestas tácticas en curva, en países periféricos y en los segmentos de mayor riesgo (*high yield* y emergentes) cuando el entorno sea el adecuado.

La inversión en estrategias de gestión alternativa es un buen complemento al posicionamiento recomendado tanto para carteras referenciadas en dólares estadounidenses como en euros. Estas estrategias permiten diversificar el riesgo y acceder a gestores con capacidad de obtener un plus de rentabilidad mediante el posicionamiento táctico y la selección de valores en distintas tipologías de activos. El posicionamiento en materias primas defensivas como los metales preciosos (oro) nos sigue pareciendo que aporta valor al equilibrar las carteras en una fase tan madura del ciclo, aunque su efecto refugio no es tan efectivo en fases de subidas de tipos. Por último, los movimientos esperados en política monetaria pueden representar oportunidades para optimizar el posicionamiento en divisas. En este sentido, el entorno monetario con el que comenzaría 2019 sigue favoreciendo la exposición a dólares estadounidenses, pero pensamos que a lo largo del año las condiciones pueden evolucionar de forma más favorable para que el euro y el resto de monedas tengan un mejor comportamiento que la divisa estadounidense.

Claves para una gestión activa durante 2019.



Foco en los fundamentales
para gestionar activamente el nivel de riesgo en las carteras.



Prudencia en la selección de activos, partiendo de un posicionamiento global moderado en activos de riesgo, dado el balance entre oportunidades y riesgos en un ciclo económico maduro.



Una **asignación de activos más diversificada y dinámica** que en un entorno de ciclo más estable.



Atención a la gestión del riesgo de crédito y máxima diversificación en geografías, sectores y emisores.

Nuestro posicionamiento de partida para el ejercicio 2019 busca aprovechar de forma activa y prudente la fase final del ciclo económico con posiciones neutrales en bolsa, cautas en riesgo de crédito y amplia diversificación en regiones y activos.

Renta Fija.

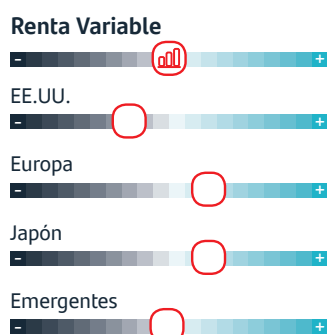


En la **curva dólar**, los tipos empiezan a acercarse a terreno neutral y apostamos por posiciones de mayor cautela en crédito (ciclo maduro) que en duración.

En la **curva euro**, el ciclo es más favorable al crédito. No existe prácticamente valor en la curva de gobiernos.

Consideramos que hay valor en bonos **emergentes** de forma selectiva.

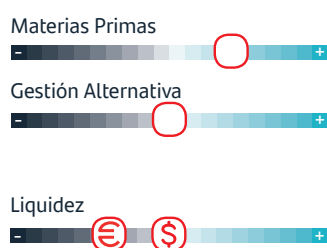
Renta Variable.



A pesar de la madurez del ciclo de crecimiento en la economía global, consideramos que todavía tiene sentido tener una **exposición cercana a la neutralidad en la renta variable**.

Los argumentos que apoyan este posicionamiento son las **buenas expectativas de crecimiento de beneficios** y unas **aceptables ratios de valoración** después de una corrección significativa en precios.

Activos Alternativos.



La exposición a **materias primas** todavía tiene sentido en esta fase final del ciclo por inflación.

Mantenemos la apuesta en **oro y gestión alternativa** como estrategia de cobertura del posicionamiento en renta variable ante potenciales fases de estrés en mercado.

La gestión activa requiere de posiciones en **liquidez** que tienen menor penalización en USD.

Equipo Global. Responsables de Inversiones Santander Wealth Management



 Lázaro de Lázaro
 Jacobo Ortega
 Ana Rivero
 Agustín Carles

 Frank Serra
 Dennis Williams

 Miguel Ferreira
 Eduardo Castro

 Mehdi Kadhim
 Tom Caddick

 Jesús Mendoza
 Alfredo Sordo

 Sergio Soto
 Diego Ceballos

 Joaquim Pina
 Nuno Henriques

 Ricardo Daud
 Nicolás Guaia

 Stefan Jochum
 Stefan Hollidt

 Jacek Marcinowski
 Szymon Borawski-Reks

 Gonzalo Milans del Bosch



 Pedro Mas
 Alfonso García Yubero
 Felipe Arrizubieta

 Nicolás Pérez de la Blanca
 Carlos Ruiz
 Carlos Shteremberg
 Christian Jarrin

 Gustavo Schwartzmann
 Rafael Bisinha
 Rafael Arelíos Neves

 David Sterland

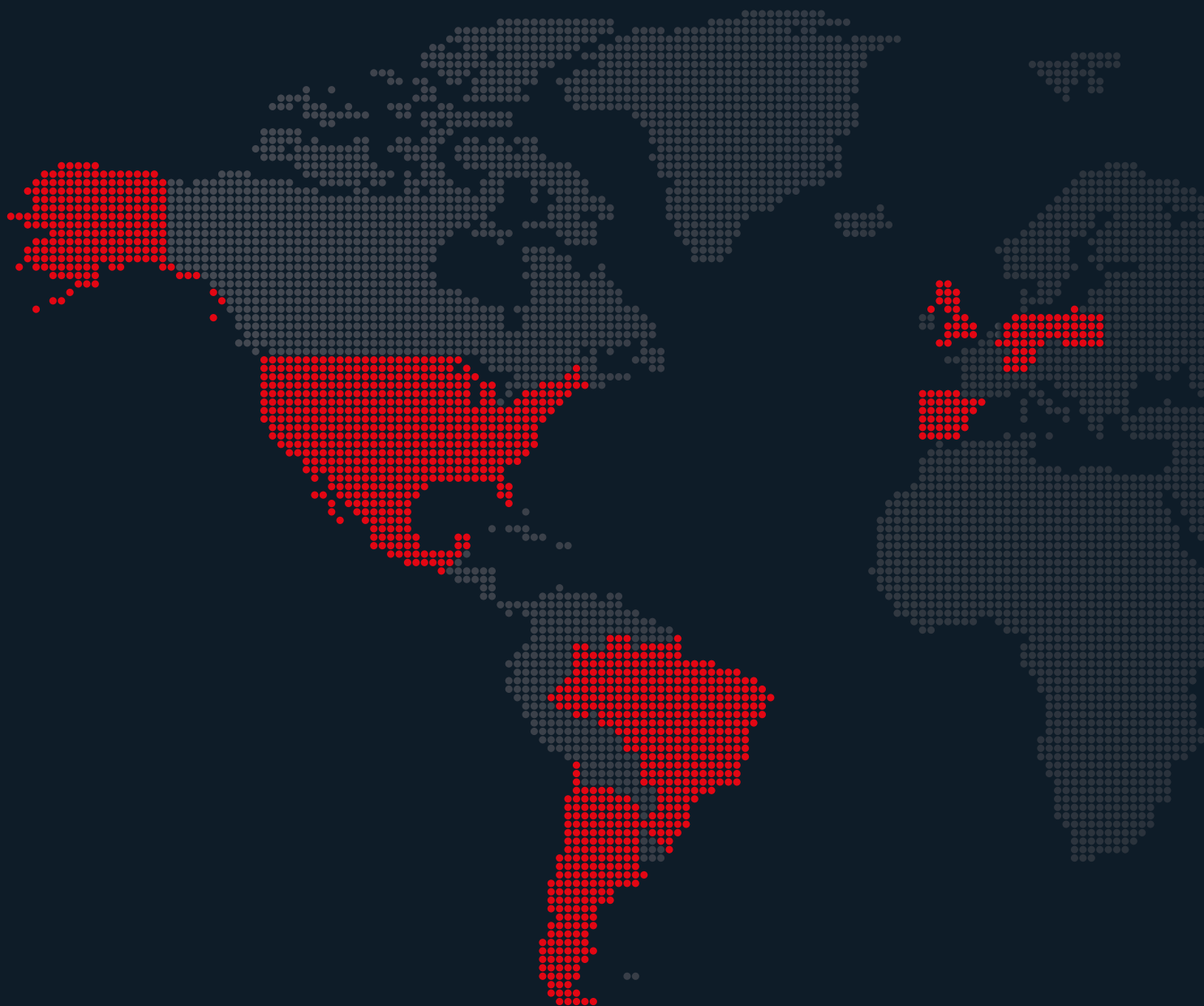
 Christian Pieck
 Gonzalo Rosado
 Ivonne León Trujillo
 Javier Concha
 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante
 Eduardo Gibbs

 Catarina Luis Gali Roseira
 Paulo Jorge Sa Luis

 Rodrigo Park

 Carlos Díaz Nuñez
 Juan de Dios Sánchez-Roselly



Cientes
globales
Cobertura
global.



Información Legal Importante:

El presente informe ha sido preparado por la División Global de Wealth Management SANTANDER ("WM", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales serán denominadas en adelante, "**Santander**"). Contiene pronósticos económicos e información recopilada de varias fuentes. La información contenida en el presente informe puede haber sido recopilada de terceros. Todas estas fuentes se consideran fiables, si bien la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni de forma expresa ni implícita, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este informe no deben considerarse irrefutables y pueden diferir, o ser de cualquier forma inconsistentes o contradictorias con las opiniones expresadas, bien sea de forma oral o escrita, o con las recomendaciones o decisiones de inversión adoptadas por otras unidades de Santander.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Ha sido realizado con fines exclusivamente informativos. Este informe no constituye una recomendación, oferta o solicitud de compra o venta de activos, servicios, contratos bancarios o de otro tipo, o cualesquiera otros productos de inversión (conjuntamente llamados "**Activos Financieros**"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la simple puesta a disposición del mismo a un cliente o cualquier tercero, no implica la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión u oferta del mismo.

Santander no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación a su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a resultados pasados o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos legales de un determinado Activos Financieros, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el *Federal Deposit Insurance Corporation*. No representan una obligación de Santander ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

En cualquier momento, Santander (o sus empleados) pueden tener posiciones alineadas o contrarias a lo establecido en este informe para los Activos Financieros, comprar o vender Activos Financieros como principal o agentes, o prestar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de un Activos Financieros o a una sociedad vinculada con el emisor de los mismos.

Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por WM.



