



Value Tree
Wealth & Asset Management

BALANCE 2018 Y PERSPECTIVAS 2019
DEPARTAMENTO DE GESTIÓN DE VALUE TREE

Enero de 2019



Balance 2018 y Perspectivas 2019

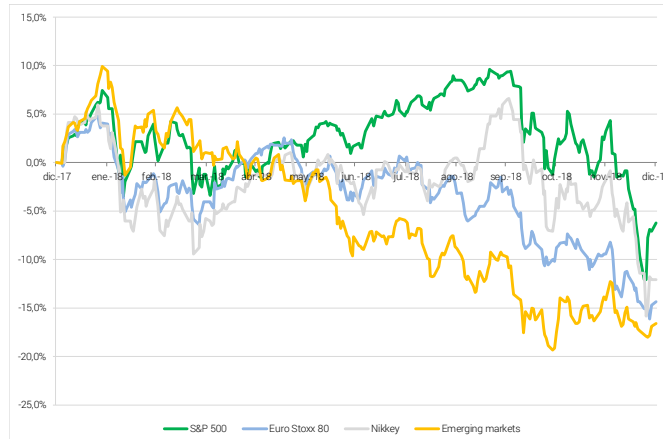
Fuente: visualcapitalist.com

Si pudiéramos elegir una palabra para definir 2018, esta sería *incertidumbre*. Ciertamente, los inversores de todo el mundo miraban con perplejidad cómo el mercado americano conquistaba nuevas cotas en los primeros nueve meses del año mientras el mercado europeo languidecía. Sin embargo, se quedaban aún más perplejos cuando en los siguientes tres meses las compañías del otro lado del Atlántico bajaban con fuerza, arrastrando al resto de mercados mundiales, incluido el europeo.

Ante esta inestabilidad de los mercados, en Value Tree decidimos implementar una estrategia de protección de los activos, la cual fue muy efectiva en los momentos de más volatilidad de mercado (de octubre a diciembre), evitando caídas pronunciadas en sus vehículos.

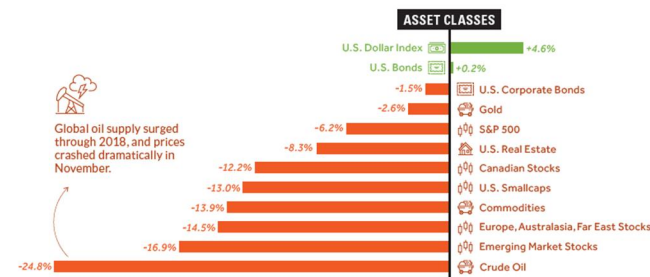
Y es que, en realidad, ha habido muy pocos activos que se hayan salvado del territorio negativo en 2018 (ver gráfico 2).

Gráfico 1. Evolución de las bolsas mundiales.

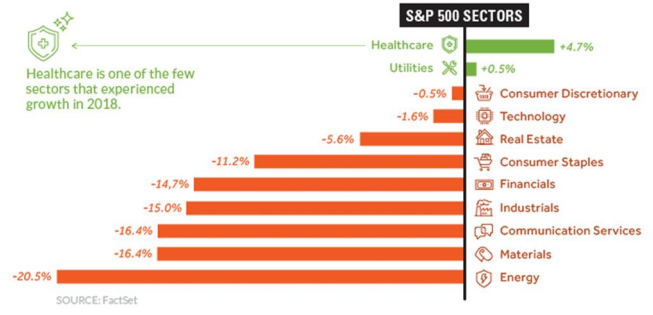


Fuente: Bloomberg

Gráfico 2. Pocos activos están en zona verde en 2018.



Global oil supply surged through 2018, and prices crashed dramatically in November.

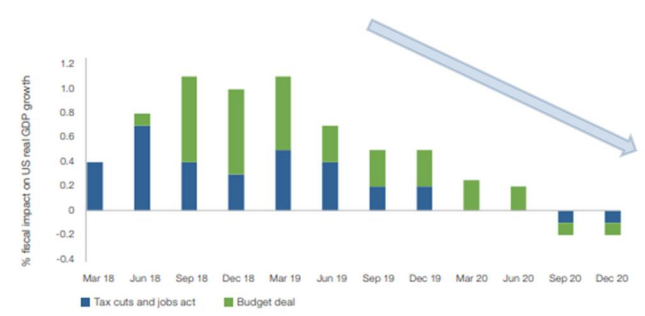


Y todo esto sin que, aparentemente, haya sucedido nada... Pero es que sí ha pasado. Creemos que este comportamiento es consecuencia de tres hechos cuyos impactos reales los veremos en 2019. Son estos:

1. Menor impacto en el PIB de políticas de estímulo fiscal de Trump (*tax credit*) (ver gráfico 3).
2. Ralentización del crecimiento en China (ver gráfico 4).
3. *Quantitative Tightening* o retirada de la liquidez global, con subida de tipos en los EE.UU. (ver gráfico 5).

Pero claro, el mercado de renta variable anticipa... Así, nos encontraremos con unas perspectivas de menor crecimiento, más inflación y menor liquidez en el sistema para 2019. Parece que no es una buena combinación que permita un crecimiento fuerte de las economías y una buena evolución del mercado.

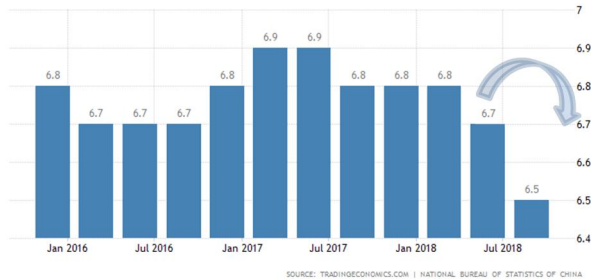
Gráfico 3. Efecto de la reforma fiscal en el PIB americano se ralentiza en 2019.



Fuente: Investec

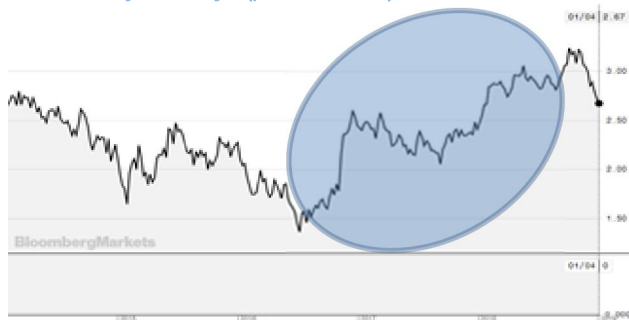


Gráfico 4. China ralentizó su crecimiento en el 3T18, incluso por debajo de las expectativas de mercado.



Fuente: Statista

Gráfico 5. Gráfico de la rentabilidad del bono americano a 10 años en 2018. Solo en la última parte del año el yield baja (precio sube).



Fuente: Bloomberg

A todo esto, le tenemos que sumar la incertidumbre generada por el Brexit, la crisis en Argentina y Turquía, las tensiones entre la UE e Italia...

Ante la constatación de todos estos hechos, ¿cuál ha sido la reacción del mercado? Creemos que ha habido tres reacciones claras:

1. La huída hacia la liquidez
2. Mayor seguridad, incrementando exposición a calidad y visibilidad (en renta variable y fija)
3. Exposición a compañías más grandes (*big caps*)

En cuanto al primer punto (la huída hacia la liquidez) y durante los últimos meses de 2018, la liquidez en fondos de inversión se ha incrementado de forma importante. Así, se estima que la liquidez actual en fondos de inversión ha subido desde el 2% de finales de 2017 al 12% a finales de 2018.

Esto último queda constatado en los movimientos entre fondos de inversión (conocido como *flow of funds*), donde se ha priorizado el mercado monetario y la renta fija en detrimento de la renta variable (ver gráfico 7). Hay que tener en cuenta que los datos mostrados reflejan solo los del mercado americano, pero es extrapolable al resto de mercados.

Gráfico 7. El flujo de fondos claramente indica una huída del riesgo (datos mercado americano).

Net New Cash Flow of Mutual Funds

Millions of dollars

	nov-18	oct-18	Jan–Nov 2018	Jan–Nov 2017
Total long-term	-63,805	-61,810	-166,403	100,864
Equity	-25,557	-18,979	-171,022	-120,902
Domestic equity	-17,771	-15,008	-209,051	-193,117
World equity	-7,786	-3,972	38,029	72,215
Hybrid	-12,279	-11,239	-62,467	-24,495
Bond	-25,968	-31,591	67,087	246,261
Taxable bond	-21,112	-27,191	60,915	218,758
Municipal bond	-4,856	-4,401	6,172	27,503
Total money market	77,233	18,085	89,853	57,461
Taxable money market	72,599	15,291	83,484	59,485
Tax-exempt money market	4,633	2,794	6,369	-2,024
Total	13,428	-43,725	-76,550	158,325

Fuente: ICI

Sin embargo, ha habido también un incremento en la exposición inversora a los ETFs.

Entendemos que esto último es consecuencia de la aversión al riesgo del propio inversor (reducir riesgo "paquetizando" inversiones), como se aprecia en el gráfico 8.

Gráfico 8. Flujo de fondos beneficiando a los ETFs

Assets of Exchange-Traded Funds by Type

Billions of dollars

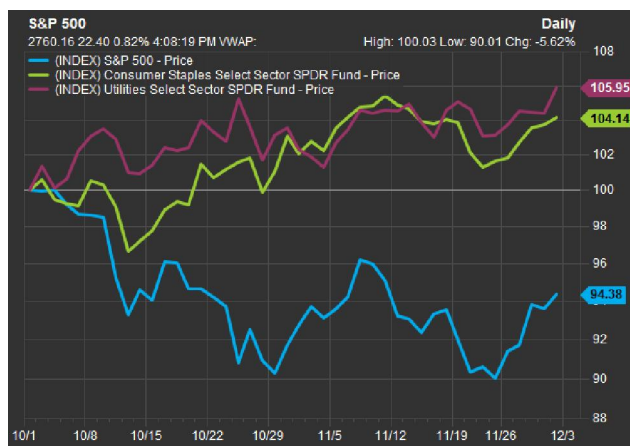
	November 2018	October 2018	November 2017
Total Domestic Equity	2,138.8	2,075.9	1,935.3
Domestic (Broad-Based)	1,757.0	1,700.7	1,566.4
Domestic (Sector/Industry)	381.8	375.2	369.0
Global/International Equity	749.6	727.6	768.8
Hybrid	8.8	8.9	7.5
Bond	614.1	599.1	547.7
Commodities	63.0	64.0	68.2
All	3,574.4	3,475.5	3,327.6

Fuente: ICI

En cuanto al segundo punto (mayor seguridad y huída hacia calidad y visibilidad), en general los inversores de renta variable han reaccionado a esta incertidumbre incrementando la exposición a negocios visibles, estables y poco apalancados a ciclo.

Así, y sobre todo en la última parte de 2018, las compañías que mejor se han comportado han sido las operadoras de telefonía, las eléctricas o las de consumo no cíclico (ver gráfico 9).

Gráfico 9. La huída hacia la seguridad se ha trasladado en mayor flujo inversor en acciones con negocios no cíclicos



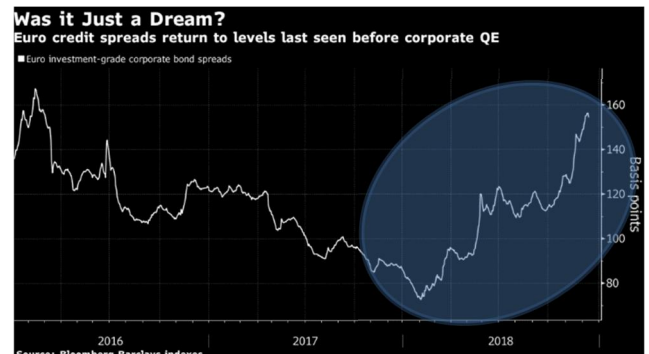
Fuente: CNBC

En definitiva, en el año 2018, el mercado ha acabado dándole la espalda a las compañías más cíclicas y a las compañías de crecimiento.

En lo que respecta a la renta fija, hemos asistido a una desinversión masiva en bonos corporativos, con la consiguiente subida del diferencial de crédito.

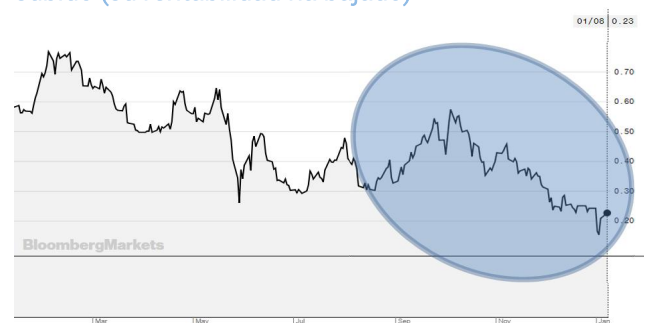
En paralelo, hemos asistido a una clara preferencia por los bonos de gobierno de calidad, como es el caso del alemán o el americano (ver gráficos 10 y 11 y el pasado gráfico 5). Esto es el puro reflejo de un descenso en la liquidez del sistema y de las preferencias de los inversores por la seguridad y calidad.

Gráfico 10. Los diferenciales de crédito en los bonos corporativos han aumentado



Fuente: Bloomberg

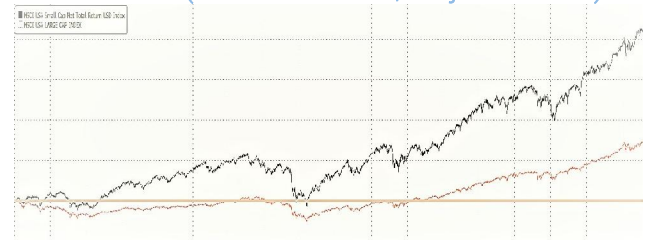
Gráfico 11. Mientras, el precio del bono alemán ha subido (su rentabilidad ha bajado)

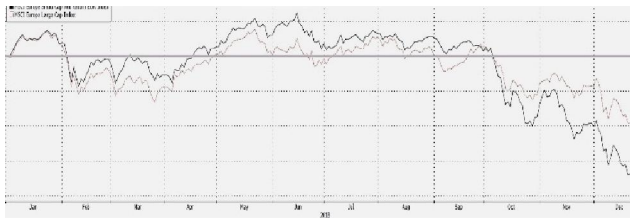


Fuente: Bloomberg

Finalmente, y en cuanto al punto tercero (exposición a compañías más grandes), otro de los movimientos bruscos a los que hemos asistido el año pasado, ha sido la significativa desinversión en compañías de pequeña capitalización (<€3.000mn). Este es otro exponente más del rechazo del mercado al riesgo (ver gráfico 12).

Gráfico 12. Las compañías pequeñas lo hacen mejor que las grandes en el largo plazo, salvo cuando hay incertidumbre (arriba 2001-2018, abajo solo 2018)





Fuente: Bloomberg

En definitiva, 2018 ha sido un entorno difícil para la toma de decisiones.

En Value Tree no hemos sido ajenos a este difícil entorno, que se ha visto reflejado en las rentabilidades de nuestros vehículos.

En este sentido, y desde el punto de vista de la renta variable, no anticipamos la creciente aversión al riesgo.

Esto nos hizo estar muy expuestos a industriales y cíclicas en los primeros meses del año, con una liquidez en las carteras en el entorno del 15%.

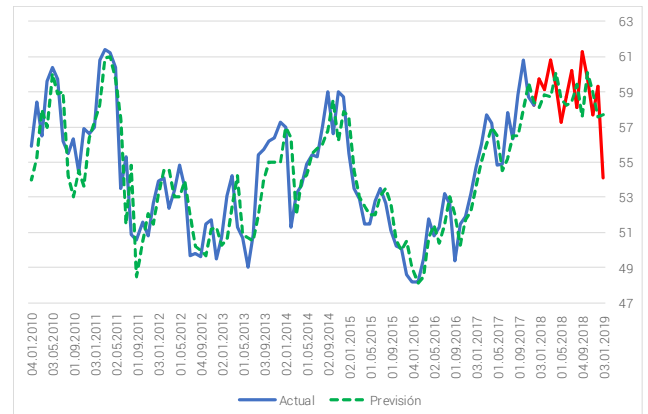
Ciertamente, todos los indicadores mundiales de salud de la economía no empezaron a mostrar debilidad hasta los últimos meses de 2018 (gráficos 13 y 14).

Gráfico 13. IFO alemán (2000-2018), en rojo 2018



Fuente: Bloomberg

Gráfico 14. ISM manufacturero americano (2000-2018) en donde se ve la sorpresa negativa en los últimos meses del año



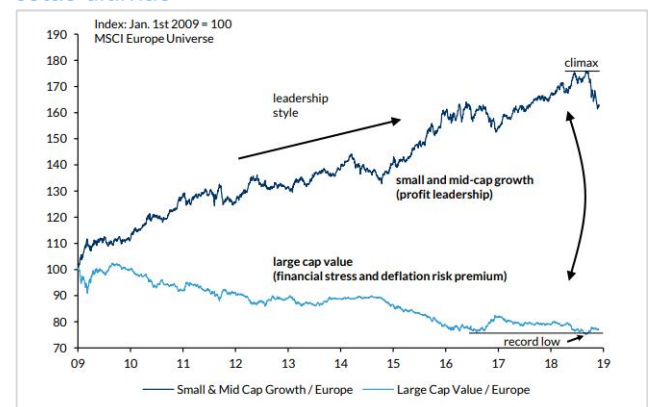
Fuente: Bloomberg

Sin embargo, como hemos comentado anteriormente, el mercado de renta variable anticipa. Esta anticipación hizo que nuestra selección de valores se comportara relativamente mal respecto del mercado (Euro Stoxx).

Además, se ha dado la importante circunstancia de que el mercado, durante los nueve primeros meses de 2018, ha primado compañías denominadas "growth" en lugar de a las compañías denominadas "value", que son las compañías en las que invertimos en Value Tree.

No obstante, creemos que se ha abierto una nueva era de inversión llena de posibilidades para los inversores "value", y es que las compañías "growth" lo han hecho mejor desde 2009, pero no a finales de 2018 (como se muestra en los gráficos 15 y 16).

Gráfico 15. Compañías "growth" pequeñas y medianas versus compañías value grandes: hay que estar en estas últimas



Fuente: Kepler Cheuvreux



Gráfico 16. Una mirada más de cerca en 2017-2018 confirma que es hora de estar en compañías de valor grandes y fuera de pequeñas de crecimiento



Fuente: Kepler Cheuvreux

A pesar de que al inicio de 2018 nuestras inversiones estaban más expuestas a compañías industriales de calidad, empezamos a incrementar exposición a compañías más defensivas o muy perjudicadas en valoración.

Así, empezamos a reducir exposición a compañías relacionadas con el sector auto, a pesar de que las valoraciones eran de "derribo". Este fue el caso de SAF Holland, Jost Werke, Renault o Gestamp. También redujimos en industriales como GEA Group y, más adelante, en DÜRR.

Nuestras nuevas inversiones (aumentando en detrimento de las mencionadas) cogían exposición al sector del **salmón noruego** (Marine Harvest o Norway Royal Salmon). Decidimos ir a **compañías más estables**, como Ebro, ITX, AB Inbev, que llegaron a pesar un 20%.

También entramos en el **sector petróleo**, en el subsector de prospecciones sísmicas (PGS o Spectrum) y en el de servicios (SubSea 7). Sin embargo, el riesgo se ha incrementado al bajar el precio del petróleo. Esto ha hecho que muchos proyectos de prospección hayan sido retrasados *sine die*. Llegaron a pesar un 11% de la cartera y nada actualmente.

Decidimos meternos en mineras y en materiales con catalizadores muy concretos y de corto plazo. Entre ellas, Ramaco Resources, una minera de carbón para

la industria del mineral de hierro con unas perspectivas de producción espectaculares y con unos costes muy bajos. Debido a unos retrasos en la producción, decidimos salir de ella. Acerinox y RHI Magnesita son otras de las adquisiciones. Llegaron a pesar casi un 8% y ahora menos del 5%.

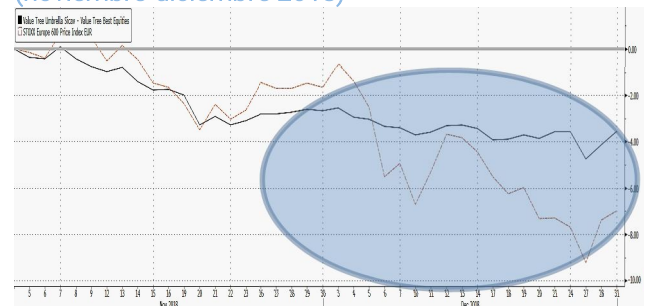
En total, aproximadamente un 40% de la cartera se rotó entre mayo y septiembre, reduciendo la exposición a compañías con un sesgo más *deep value* (muy infravaloradas, pero muy cíclicas) y con pocos catalizadores a corto.

Esto no fue suficiente y, con ánimo de proteger las carteras, viendo las tendencias que el mercado estaba tomando (negocios visibles, menos ciclo, compañías de valor grandes...), decidimos incrementar nuestra exposición a compañías más grandes, pero con sesgo defensivo y castigadas en el pasado. Esta estrategia nos llevó a entrar en Orange, Sanofi o Iberdrola.

Además de ello, empezamos a aplicar una estrategia de cobertura con opciones en las carteras para proteger al máximo el patrimonio gestionado.

Estas dos estrategias dieron su fruto a partir de noviembre, como se puede ver en el gráfico 17.

Gráfico 17. Value Tree Best Equities vs Euro Stoxx 600 (noviembre-diciembre 2018)



Fuente: Bloomberg

En renta fija, y durante todo el año hemos intentado permanecer con duraciones cercanas a cero, con activos de bajo riesgo en empresas de calidad. El problema es que este binomio ya no es garante de protección al inversor conservador.

Por ello, y ante la potencial subida de tipos en EE. UU. y el contagio a Europa, decidimos cubrir las posiciones en compañías con bonos de gobierno (alemán y



francés, principalmente).

Pero, como ya hemos mencionado, el mercado de renta fija elevó su aversión al riesgo (caída de la liquidez, subidas de tipos...) a finales de 2018. Esto hizo que el mercado quedara "seco", elevando los *spreads* de crédito en los corporativos (ver gráfico 18).

Gráfico 18 (10). Los diferenciales de crédito en los bonos corporativos han aumentado



Fuente: Bloomberg

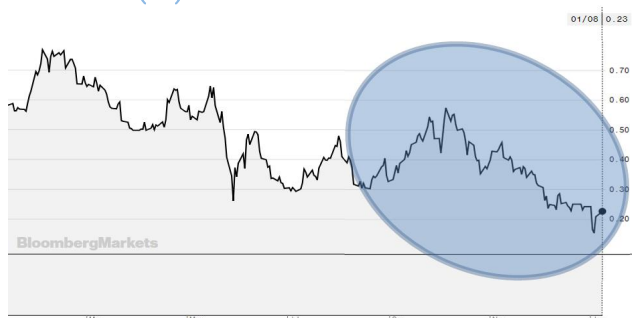
Así, el mercado mostró su predilección por bonos de gobierno de calidad (alemán, EE: UU...) haciendo que estos subieran (ver gráficos 19 y 20).

Gráfico 19 (5). Rentabilidad del bono americano 10y en 2018 con bajada de *yield* a finales (precio sube)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 20 (11). Precio del bono alemán



Fuente: Bloomberg

Como consecuencia, nuestros activos no lo hicieron bien y nuestras coberturas no fueron eficientes.

Viendo que la contracción de liquidez empezaba a ser acuciante y que esta se mantendría en 2019, decidimos incrementar el peso a bonos de gobierno cubriéndolos con estructuras de opciones y ventas de futuros.

A pesar de que se han hecho cambios muy importantes para poder proteger el patrimonio invertido, todas estas medidas explicadas solo han podido tener efecto en los compases finales de 2018.

EL MERCADO EN 2019

En nuestra opinión, todas estas dinámicas de mercado se van a mantener durante 2019:

- El mercado estadounidense de renta variable tiene que tener en cuenta que las medidas fiscales se van a diluir a lo largo del presente ejercicio
- La ralentización en China puede continuar y potencialmente puede ser negativo para las materias primas y sectores exportadores.
- Finalmente, los bancos centrales parece que empiezan a normalizar las políticas expansivas, pero con la consecuente reducción de liquidez.

Mercado de renta variable

En línea con lo que se ha comentado, creemos que la renta variable tiene que ajustar todavía más sus precios al nuevo entorno de crecimiento 2019-20.

Por este hecho, creemos que las compañías *growth* deberían ser las más castigadas después de casi una década de continuo crecimiento en EE. UU.

Por la misma razón, pensamos que las compañías *value* y, sobre todo, las más grandes (dado el efecto de baja liquidez) deberían comportarse mejor.

El mercado estará marcado por la fuerte volatilidad en



los primeros trimestres del año, un escenario magnífico para inversores *value*, ya que en estos mercados es donde se producen las ineficiencias más flagrantes entre valor y precio. Pero hay que tener paciencia, ya que las decisiones no tendrán un retorno inmediato.

Mercado de renta fija

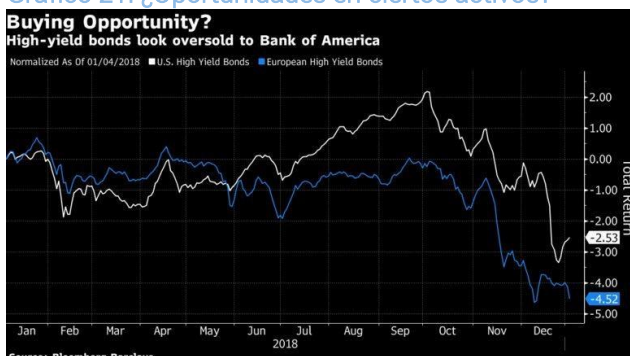
En línea con lo expuesto, creemos que el ajuste en los bonos corporativos seguirá. No sabemos qué va a hacer la FED americana, si cederá o no a las presiones de la administración Trump, pero entendemos que el mercado debe ajustarse por sí solo y ello conlleva un drenaje de liquidez.

Esto, que es lo mismo que hemos explicado en párrafos anteriores, seguirá pasando y ajustándose en 2019.

No obstante, habrá oportunidades, al igual que en la renta variable, porque creemos que el mercado estará volátil y habrá activos a los que el mercado no haya mirado o castigado demasiado y se hayan quedado baratos. Y es aquí donde empezaremos a construir de nuevo una cartera de calidad, con rendimiento y bajo riesgo.

Además, podría haber potencial en ciertos sectores como en los *High Yield* americanos (ver gráfico 21) si la economía americana solo se ralentiza y no entra en recesión.

Gráfico 21. ¿Oportunidades en ciertos activos?



Fuente: Bloomberg Barclays

Materias primas

Las materias primas suelen ser un indicador de la salud de la economía mundial, teniendo una

correlación positiva. Así, el precio del petróleo normalmente se mueve al alza con una economía creciente. El precio de acero también sube, ya que se demanda más para la construcción y la producción se materiales.

Al oro, normalmente, se le considera un activo refugio, pero hay que tener en cuenta que tiene una correlación inversa casi perfecta con el dólar (ver gráfico 22). Esto provocaría que potenciales inversiones en oro quedarán deslucidas con la depreciación del USD.

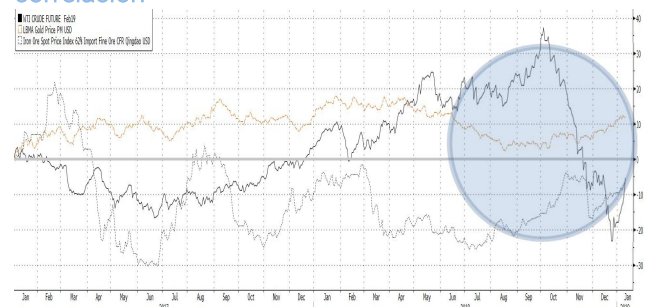
Gráfico 22. Oro: correlación con USD



Fuente: StockCharts

Por otra parte, el oro nos puede indicar una tendencia del riesgo existente en el mercado. A pesar de tener menor volatilidad que el Brent o el acero, aquel parece que ha iniciado una tendencia alcista, indicando un mayor riesgo inherente en la economía mundial. Razón de más para ser conservadores en el inicio de 2019.

Gráfico 23. Oro, Brent y acero, tres materias primas sin correlación



Fuente: StockCharts

CONCLUSIÓN

En renta variable, estamos seleccionando compañías buenas, con balances saneados y generadoras de caja. A su vez, estamos elaborando una "lista de la compra" en aquellas compañías que empiezan a estar baratas después de los descensos de finales de 2018. No obstante, somos conscientes de que pueden llegar a estar más baratas.

Hemos decidido mantener un 20% de liquidez para aprovechar este aumento de la volatilidad, aunque no descartamos que esta se mantenga por un período más largo. Cuando empecemos a detectar cierta normalización, tendremos munición suficiente para entrar en buenas compañías a precios muy razonables.

En renta fija se pueden generar buenas oportunidades este año, pero tendremos que estar muy atentos a la evolución de la liquidez y los movimientos de los tipos.

Los mercados asiáticos siguen estando en nuestro punto de mira. La economía china parece que se ralentiza, pero no entra en recesión. Uno de los países que se debería beneficiar de todo esto es Vietnam.

Estaremos alerta. Estos mercados asustan a muchos y son vistos como oportunidad para unos pocos. La situación económica está en una encrucijada. Esta volatilidad es mar de pescadores con buenas redes.

Informe elaborado por el Dpto. de Gestión de Value Tree

Si desea ampliar información, llámenos al 917812410 o bien escribanos un email a info@valuetree.es