



ValueTree
Wealth & Asset Management

Carta semestral

Julio de 2019



Madrid 11 de julio de 2019

Estimados clientes:

Si bien es cierto que todas nuestras carteras se han comportado positivamente en estos primeros seis meses, también es cierto que han quedado por detrás de sus índices de referencia. Tras un complicado y negativo año 2018, nuestra cautela y celo por proteger el patrimonio de nuestros clientes ha derivado en comportamientos de gestión ciertamente más conservadores que los respectivos índices.

En renta fija, nuestra sobreponderación en bonos de gobierno (45% de la selección) frente a bonos corporativos, ha hecho que nuestra selección de renta fija suba "solamente" un +2% hasta junio.

En cuanto a la renta variable, nuestro exceso de cautela nos ha llevado a tener una exposición muy baja en los primeros meses del año (<50%). No obstante, hemos aprovechado muy bien las caídas de mayo en los mercados (-6% del Eurostoxx50 en mayo) para reducir nuestras coberturas y subir nuestra exposición a la renta variable (actualmente del orden del 75%).

El hecho de haber subido nuestro nivel de exposición a la renta variable no quiere decir que los riesgos que veíamos al inicio del año (Brexit, guerra comercial de Trump con China, etc.) hayan desaparecido. Estos riesgos siguen ahí. El aumento de la exposición a los activos de más riesgo (renta variable o bonos corporativos) viene motivado por la creencia de que la FED acabará bajando los tipos de interés próximamente en EE. UU., mientras que el BCE seguirá con una política monetaria expansiva.

Por este motivo, seguimos pensando que **la renta variable sigue siendo el mejor activo para conseguir rendimientos razonables a medio plazo.**

Así, seguimos eligiendo compañías con fuertes balances, buena generación de caja y valoraciones razonables. Estos tres pilares de nuestra inversión probarán su eficacia si la ralentización económica es más patente de lo que el mercado y nosotros pensamos.

Carta semestral – Julio de 2019

1. COMENTARIO DE MERCADO

Durante estos seis primeros meses de 2019, los mercados de renta variable y de renta fija nos han sorprendido positivamente a todos. Tanto la renta variable (+18.8%), como las materias primas (+12,5%) o la renta fija (Rf, +5,4% en bonos de gobierno globales) han subido notablemente. Incluso el oro ha tenido un “rally” en junio dejando su revalorización en el +10,6% desde comienzo del año.

Esta situación, donde todas las clases de activos suben fuertemente, es ciertamente inusual. Incluso, el rally en el precio del oro, ha podido despistar a algunos inversores, haciéndoles pensar que es siempre un activo refugio, y que su fuerte subida de precio se debe a un futuro incremento del riesgo o de la volatilidad en los mercados de renta variable.

Sin embargo, la verdad es que el precio del oro tiene una correlación inversa casi exacta con el dólar y, como hemos podido ver en el pasado, no guarda relación con la evolución de los índices de renta variable. Efectivamente, el oro empieza a tener un comportamiento más positivo cuando el dólar empieza a depreciarse.

La evolución de la divisa americana está ligada naturalmente a la posibilidad que dan los inversores a una potencial rebaja de los tipos de interés por parte de la FED. Es decir, una bajada de tipos haría que el dólar se depreciara y el oro subiera.

Sin embargo, llegados a estos niveles tan altos de los índices bursátiles en general, la gran duda que se plantea a partir de ahora es obviamente si la renta variable seguirá subiendo o si el alcance de la ralentización económica que se acerca podrá condicionar esta subida.

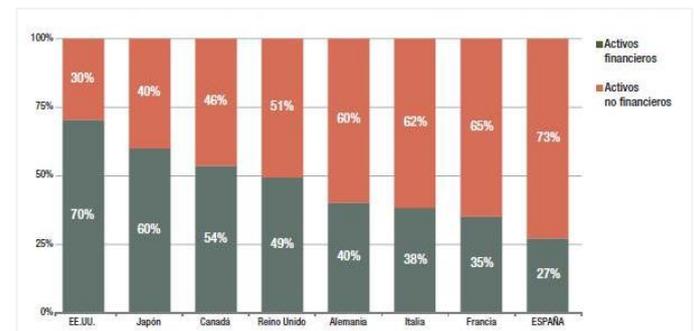
Está claro que una forma de intentar que la ralentización económica no tenga un impacto severo es, justamente, bajando los tipos de interés.

En este sentido, Trump es consciente de lo que se juega en las elecciones de noviembre 2020 y sabe que

una bajada de los tipos de interés podría mitigar el impacto de una potencial recesión económica, impactar de forma positiva en la renta variable y, por lo tanto, seguir alegrando a todos sus electores con unas carteras cargadas de acciones.

Por ello, sabe que tiene que presionar a la FED para que baje los tipos, ya que es necesario hacer saber a los ahorradores americanos (léase, votantes) que la subida de la renta variable es consecuencia de sus políticas. Hay que tener en cuenta que alrededor del 70% de los activos de las familias americanas están invertidos en bolsa (ver gráfico 1).

Gráfico 1. Composición de las carteras de activos de las familias por país: en EE. UU. mayoritariamente bolsa



Fuente: Inverco

La presión de Trump para que bajen los tipos en EE. UU. cobra más fuerza cuando los últimos datos macroeconómicos llegados de EE. UU. y Europa no son positivos.

Por tanto, pensamos que las políticas monetarias de EE. UU. y de Europa en 2019-2020 serán expansivas, bien con bajadas de tipos o bien con recompras adicionales de activos.

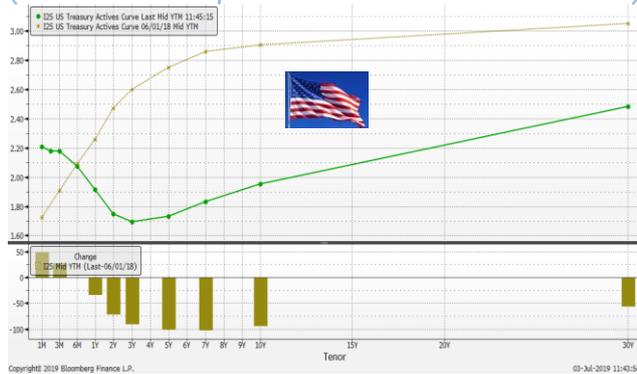
Llegados a este punto, tenemos que recordar dos temas importantes:

1. Las curvas de tipos en EE.UU. y en Europa
2. Las valoraciones de los índices de renta variable

Las curvas de tipos en EE. UU. y en Europa: ¿hay alternativa en la Rf?

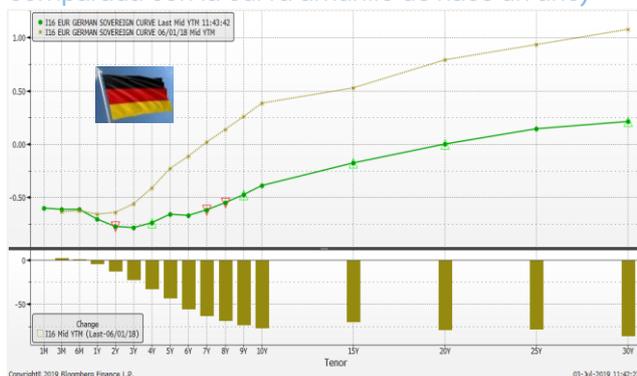
En cuanto al primer punto, las curvas tanto de EE. UU. como de Europa, están invertidas en el corto plazo. Es decir, los tipos a corto están más altos que tipos a medio y largo plazo (ver gráfico 2 y 3).

Gráfico 2. La curva de tipos está invertida en EE. UU. (línea verde - comparada con la curva de hace un año)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3. También lo está en Alemania (línea verde - comparada con la curva amarilla de hace un año)



Fuente: Bloomberg

¿Qué significa? Puede ser dos cosas, en nuestra opinión:

- En primer lugar, puede que los inversores vean más riesgo macro en el corto plazo y exijan a mayores rentabilidades para las inversiones de vencimientos más a corto plazo que para las de medio plazo.
- En segundo lugar, puede que la presión compradora de los bancos centrales sobre sus propios activos haya hecho que las rentabilidades hayan bajado a corto plazo.

En cualquier caso, vemos que los tipos, a lo largo de toda la curva americana, están en terreno positivo. Mientras que para los tipos alemanes, tenemos que irnos a plazos muy largos para encontrar rendimientos positivos (¡a 15 años, los tipos están en el 0%!).

Es decir, la FED tiene capacidad de maniobra para bajar los tipos mientras que el BCE no tiene casi ningún margen. A pesar de haber tipos negativos en Europa, la inflación en Europa sigue sin grandes cambios y parece que esta va a ser la situación por mucho tiempo (tipos bajos, bajo crecimiento económico, inflación moderada). Por eso se habla de la "japonización de la economía europea" o de "euroletargia".

Como consecuencia de esta estructura de tipos y de la poca capacidad de maniobra del BCE, los inversores conservadores que quieran entrar en renta fija, deberían hacerlo en EE. UU. o a muy largo plazo en Europa o en bonos de alto rendimiento (*High Yield*). En el primer caso, se está asumiendo el riesgo de la divisa, y en el segundo, se asume el riesgo de duraciones demasiado largas o activos con más riesgo. ¡No hay rentabilidad sin riesgo!

Las valoraciones de los índices de Rv: ¿es la Rv una oportunidad de inversión?

En cuanto al segundo punto, los inversores americanos vienen hablando desde hace tiempo de *TINA*, que es el acrónimo de *There Is No Alternative*, en referencia a que no hay alternativa más que la renta variable para poder invertir.

Pero, después de una subida de más del 20% del Nasdaq y de más del 17% en el Eurostoxx 50 en 2019, ¿hay todavía capacidad para que siga subiendo la Rv?

Para contestar a esta pregunta, al menos parcialmente, hemos de preguntarnos si esta subida ha sido consistente o no, con volumen o no, y, sobre todo, si ha sido apoyada por unos buenos resultados empresariales.

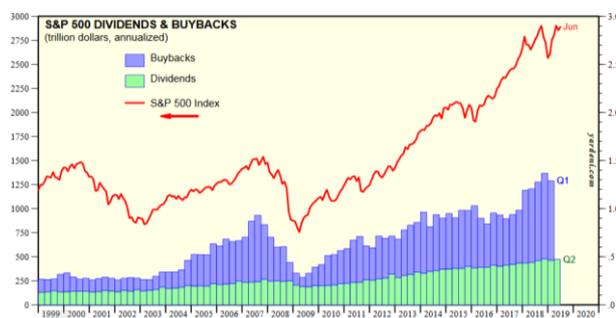
En primer lugar, sobre la consistencia de la subida, sí vemos cierto riesgo, ya que toda esta subida de la renta variable de 2019 se ha hecho con salidas netas

de fondos. Es decir, el inversor final ha huido de la Rv.

Entonces, ¿qué ha provocado esta subida en los índices mundiales de renta variable? Por una parte, esta subida se puede parcialmente explicar por la subida en inversión en ETFs (fondos indicados), ya que es el vehículo de renta variable que tiene entradas netas positivas.

Por otra parte, puede que el nivel de recompras de acciones propias por parte de las compañías americanas se haya mantenido en niveles altos en 2019, y esto también ha podido explicar la subida de los índices (ver gráfico 4).

Gráfico 4. Los buy-backs y los dividendos en EE. UU. en máximos históricos.

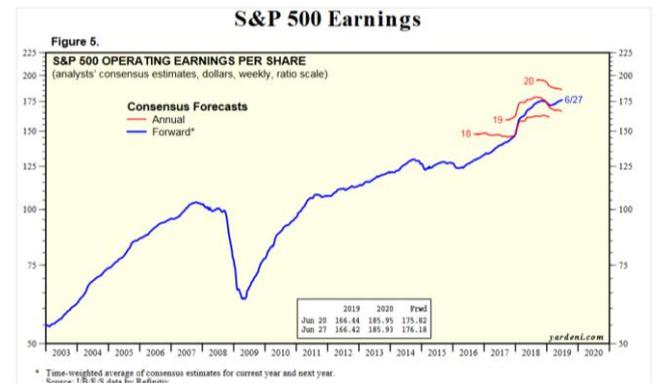


Fuente: Yardeni research, con datos de JP Morgan

Como consecuencia, uno de los riesgos que vemos es que estas recompras de acciones se ralenticen. Pero, ¿qué podría provocar una reducción drástica en la recompra de acciones? Pensamos que solo una ralentización severa de la economía americana (como pasó en 2008).

En referencia a este punto, hemos asistido durante 2019 a una rebaja de estimaciones de beneficios para las mayores compañías americanas que forman el índice S&P500, pero es verdad que no ha habido tampoco recortes drásticos. Todavía se prevee un crecimiento sostenido en los beneficios empresariales por acción del orden del 12% (2019/2020).

Gráfico 5. Las estimaciones de beneficios se han ido reduciendo para el S&P a lo largo de 2019.



Fuente: Yardeni research

Para evitar, por tanto, una ralentización severa, repetimos que es necesaria que veamos pronto una nueva política de rebaja de los tipos de interés.

La subida de la renta variable y la bajada de las estimaciones hacen que las valoraciones de aquella sean más exigentes. En este sentido, el S&P 500 cotiza cerca de 20x PER, cuando su media histórica ha sido 14x y, en referencia al Eurostoxx 50, este cotiza a 17x PER cuando su media histórica ha sido 12x. Si bien es cierto que las perspectivas de tipos y de inflación no tienen nada que ver con las medias históricas.

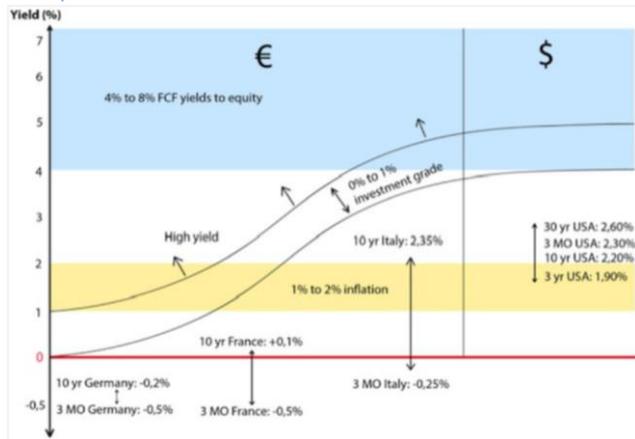
Llegados a este punto, y dado que el comportamiento de las acciones europeas ha sido mucho peor durante los últimos años que las acciones americanas, que sus valoraciones son más atractivas y que la rentabilidad por dividendo en Europa es mucho mayor que en EE. UU., pensamos que la renta variable europea debería comportarse mejor que la renta variable americana en los próximos años.

Conclusiones de renta fija y renta variable

Bajo la máxima de comprar los flujos de caja futuros, a la hora de invertir en cualquier activo, estos tienen que ser suficientes para poder cubrir las necesidades de financiación y/o la inflación.

En este sentido, en el gráfico 6 mostramos un resumen de la situación de la deuda y de la renta variable en Europa y EE. UU.

Gráfico 6. Situación resumen de los diferentes activos de renta variable y renta fija en EE. UU. comparado con Europa



Fuente: The Blue Fund

En él, podemos extrapolar las siguientes conclusiones:

1. Hay muy pocas alternativas a la renta variable para poder cubrir esos costes de financiación y la inflación.
2. En renta fija Euro, es necesario, o bien escoger plazos muy largos (sin cubrir la inflación en algunos casos), o **escoger activos con más riesgo** (como bonos de Italia o claramente bonos de alto rendimiento).
3. En renta fija US, si bien hay emisiones por encima de la inflación, **es necesario invertir en bonos con unas duraciones más largas para encontrar mayores rendimientos**.

Por tanto, el activo donde está más claro que cubriremos los costes de financiación y la inflación, es la **renta variable**.

Estrategia seguida por Value Tree

En la primera parte del año nos hemos visto lastrados por nuestra baja exposición al riesgo en general. Voluntariamente, hemos estado infraponderados durante mucho tiempo por todos los riesgos (macroeconómicos y geopolíticos) que podemos leer cada día en prensa.

Además, el hecho de tener una selección de acciones generalmente defensivas, nos ha perjudicado también en términos de rentabilidad en las carteras.

Sin embargo, a finales de abril y durante todo el mes de mayo, hemos sabido aprovechar muy bien las caídas que se produjeron en los índices para aumentar nuestra exposición a la renta variable con buenos precios de entrada.

Este hecho, y nuestra selección actual (menos defensiva) de acciones, han hecho que nuestras carteras se comportaran mejor que el Eurostoxx 50 (+0,4%, vs -0,8%) en el período de finales de abril a finales de junio.

Además, durante los meses de abril y mayo, aprovechamos las caídas sufridas en el Nasdaq y en el S&P 500 para incrementar nuestra exposición a valores americanos, llegando a un peso total en nuestra selección de acciones del aproximadamente el 25% actualmente.

En línea con lo comentado anteriormente, nuestra selección de acciones tiene ahora una excelente ratio de rentabilidad (FCFy) medio del 6.3%, destacando Euronav (18%), Alliance Data (16%), Wyndham Destinations (12%) o Royal Dutch (11%). En cuanto a valoración PER (precio / BPA), nuestra media se queda por debajo de 20x este año y cerca de 15x el año que viene, con un crecimiento implícito de los beneficios por acción por encima del 20% (vs 12% del S&P, por ejemplo). Por tanto, **el binomio riesgo – retorno actual es muy interesante**.

En nuestra selección de renta fija, hemos salido de ciertos bonos de gobierno que tienen escaso recorrido a estos niveles y rentabilidades negativas (alemán, holandés, austriaco, etc.), dejando bonos como el francés o periféricos como el italiano. Además, durante el año, hemos invertido en ciertos bonos corporativos con duraciones medias entre 2 y 4 años.

Así, nuestra cartera de renta fija tiene actualmente una duración media por debajo de 4 años (influida por los bonos de gobierno a 10 años) y una rentabilidad anual media cercana al 1,25%.

CONCLUSIÓN

En renta variable, creemos que tenemos una buena selección de compañías, generadoras de caja y con balances fuertes. Además, hemos entrado a precios razonables, teniendo en cuenta el crecimiento que se espera de sus beneficios. Por tanto, el riesgo que corremos, no es más que aquel que se deriva de la potencial ralentización económica.

De todas formas, para no asumir riesgos innecesarios, hemos decidido mantener alrededor de un 15% de liquidez para aprovechar un potencial aumento de la volatilidad y aprovecharnos de las potenciales caídas para ir aumentando exposición. En el mismo sentido, si los índices y nuestra selección sigue subiendo, aprovecharíamos para poder hacer liquidez en aquellas acciones que se hayan comportado mejor.

La publicación de resultados del primer semestre, pensamos que va a ser crucial para que las compañías den más visibilidad para el resto del año 2019. De esta manera, y si se confirman los pronósticos ya anunciados, puede que podamos seguir teniendo un mercado alcista. El riesgo a este escenario es que las tensiones comerciales puedan hacer mella en el desempeño de los negocios de las compañías en cartera.

En renta fija, y después de lo comunicado por el Banco Central Europeo y las sospechas que se tienen sobre si la FED pueda bajar tipos, ha hecho que las rentabilidades de los bonos de gobierno y la mayoría de bonos corporativos de calidad, sean materialmente no invertibles a estos precios. Por tanto, tenemos que buscar duraciones más largas que puedan aportar una rentabilidad positiva que valga la pena o buscar en áreas geográficas que no supongan un incremento exagerado del riesgo para nuestra cartera.

Seguimos con el punto de mira en los mercados asiáticos. La economía china se ralentiza un poco aparentemente. Debemos estar atentos a la evolución de su divisa y a la política monetaria de seguida por sus autoridades.

Seguimos estando alerta. Estos mercados complacen a algunos y asustan a muchos. Desde Value Tree creemos que tenemos una cartera de calidad y la capacidad de maniobra suficiente (liquidez) para poder incrementar nuestra exposición si los mercados bajasen. La situación económica está en una encrucijada y puede provocar que la volatilidad incremente, lo cual es mar de pescadores con buenas redes para seguir gestionando las carteras de nuestros clientes con rigor y prudencia.

Informe elaborado por el Dpto. de Gestión de Value Tree

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