

2020 no será como 2019

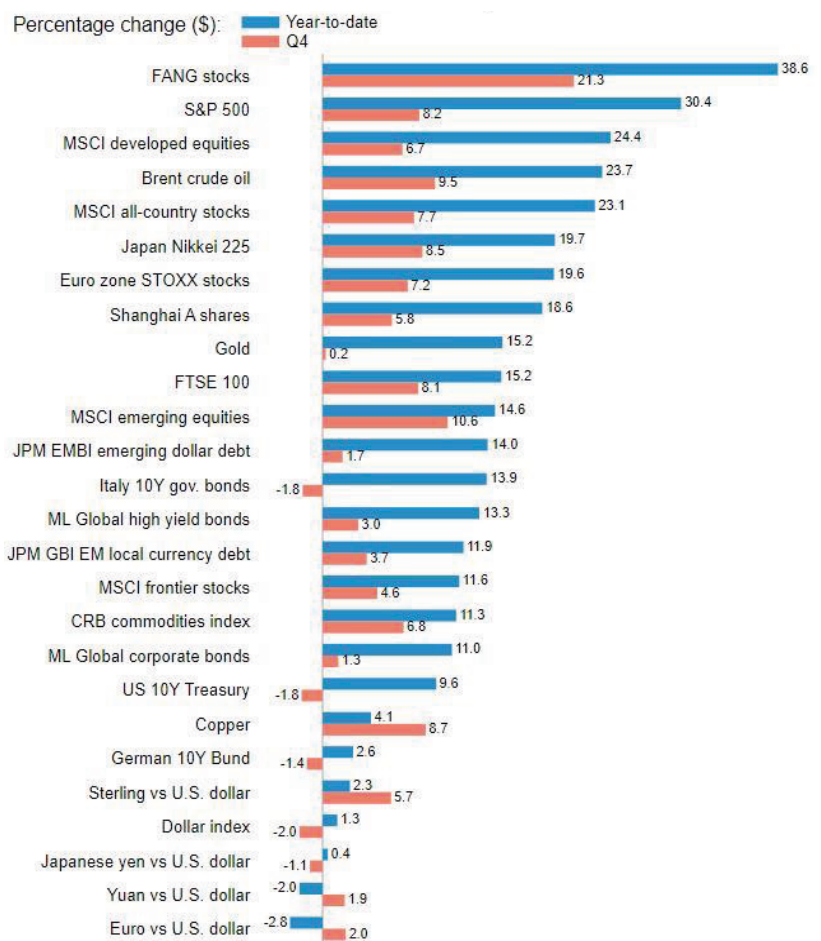
2019, un año espectacular para los inversores en activos financieros.

Quizás la costumbre de poner el contador a cero al inicio de los años naturales no sea la mejor forma de medir las estrategias de inversión. Nuestras recomendaciones siempre se basan en plazos más largos, teniendo en cuenta los niveles de tolerancia al riesgo del inversor, sus horizontes de inversión, y conociendo que las tasas de retorno de largo plazo de cada activo financiero se componen de tasas anuales que en general poco se parecen a las medias.

No obstante, dichas tasas anuales son las que llevan a esas medias y tratar de evaluar las posibilidades, de obtener retornos de corto plazo en cada activo es pieza fundamental en el posicionamiento táctico propuesto en la gestión de las carteras.

Siendo conscientes de la dificultad de la estimación de esos retornos a un año vista, explicamos las asunciones generales con las que trabajamos.

Global Market Asset Performance






Fuente: Refinitiv Datastream, Fecha 19/12/2019

De entrada, podemos decir que tenemos siempre un escenario más probable desde un punto de vista de variables macroeconómicas y dos escenarios alternativos, uno positivo en el sentido de mayor crecimiento económico (eso suele interpretarse como positivo para los activos de riesgo y negativo para los activos de menor riesgo como la deuda pública de los gobiernos, en donde algo más de actividad y de posibilidad de alejar la deflación provoca subidas de rentabilidades y por tanto peores retornos de corto plazo para esos activos) y otro de menor crecimiento con el efecto en general contrario al positivo. Tratando de

hacer la historia lo más corta y sintetizada posible, aunque lógicamente hay muchos matices que se pueden desarrollar en cada uno de los escenarios, el cuadro siguiente presenta esos tres escenarios. La idea general a la que damos mayores probabilidades es a una prolongación del ciclo económico gracias a las medidas de estímulo monetario adoptadas por los diferentes bancos centrales al acuerdo comercial chino-americano, a un Brexit no traumático y a un consumo que mantiene su buen tono acorde al crecimiento de los últimos años.

Escenarios de Riesgo. Factores Clave

 Escenario Base 65%	 Altern. Positivo 15%	 Altern. Negativo 20%
<p>“Alargando el ciclo”</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Economía y Política Monetaria: <i>Economía Real y Financiera en mundos diferentes. Estabilización/Recuperación Económica débil a lo largo del año y según áreas geográficas. EEUU crecerá menos que en 2019. Fed a la espera. El resto de BCs en línea o con políticas más relajadas. Iniciativas fiscales con efecto limitado. En EEUU incluso negativo El mundo sigue en maduración de ciclo.</i> ● Política: <i>China y EEUU mantienen las expectativas de éxito de las negociaciones. Acuerdos parciales. Si la situación no avanza o retrocede, se dispararán las probabilidades de recesión.</i> ● Activos: <i>La represión financiera ha llevado a los activos a valoraciones elevadas. Ya han recogido en precios una clara recuperación que contrasta con un escenario de crecimiento modesto y con numerosas incertidumbres. Expectativas del consenso sobre los Beneficios muy optimistas, en particular en EEUU lo largo del año sufriremos episodios de elevada volatilidad. Retornos bajos de los activos respecto a sus promedios históricos.</i> 	<p>“Sin muletas”</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Economía y Política Monetaria: <i>Sorprenden el crecimiento y el consumo en EEUU Mercado laboral más tensionado, industria acercándose a su potencial. Subida de salarios y más inflación. EEUU consigue zafarse de la dependencia del incremento de deuda y exceso de liquidez. En el resto de áreas también se crece más. El acuerdo Chinal EEUU ejerce un efecto multiplicador sobre Asia y Europa. Acaba la paralización de Alemania. La Reserva Federal sube los tipos de interés en la segunda parte del año. La economía estará próxima a la recesión en 2021.</i> ● Política: <i>China y EEUU llegan a un acuerdo favorable para las dos partes. El Brexit no afecta negativamente a la Eurozona.</i> ● Activos: <i>Bien los activos de riesgo y mal los activos ligados a duración. Buen comportamiento de las materias primas, a pesar de la previsible subida del dólar.</i> 	<p>“Adiós al equilibrio inestable”</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Economía y Política Monetaria: <i>Bajo crecimiento y baja inflación, unido a una gran incertidumbre sobre los temas políticos lleva a los Bancos Centrales a relajaciones adicionales de las condiciones financieras. Las divergencias entre precios de los activos y los fundamentales se agrandan. El riesgo de inestabilidad financiera aumenta, se eleva la red de seguridad de la política monetaria de los Bancos Centrales; todos los activos condicionados por la reflación.</i> ● Política: <i>Encuentros y desencuentros, sin llegar a nada en las conversaciones China y EEUU.</i> ● Activos: <i>Muy expuestos a cualquier elemento exógeno, como un error en temas políticos (también la presión del dólar sobre áreas más expuestas). Un fallo de estas características llevan a un sell off en los activos de riesgo. Las condiciones monetarias se endurecen. Suben los defaults y aumenta exponencialmente el estrés en la deuda corporativa, que en China y EEUU es muy elevada. La fuerte caída de los mercados como profecía auto cumplida genera un menor crecimiento.</i>

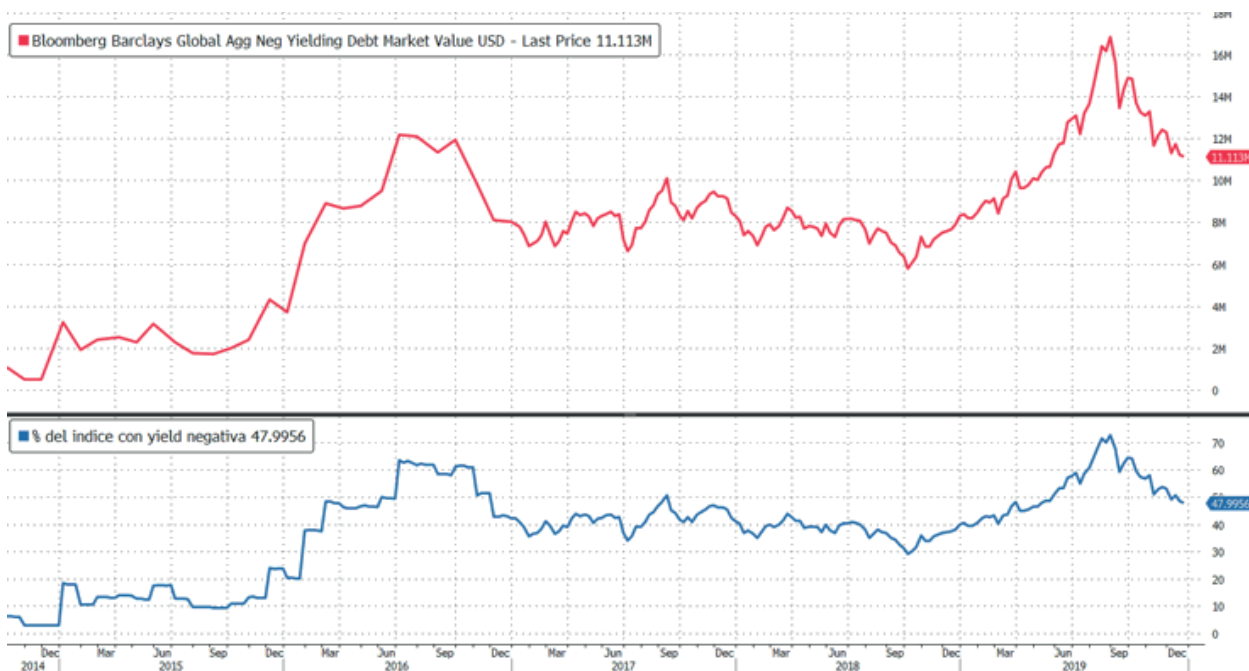
En este entorno, las inflaciones se mantendrán razonablemente controladas, sin aumentar el riesgo deflacionista global, el crecimiento se mantendrá cercano a tendencia en Estados Unidos, se estabilizará en China, y tocará suelo en la Eurozona. Los beneficios de las empresas cotizadas esperamos que vuelvan a mostrar crecimiento, aunque sin llegar a las proximidades del doble dígito que descuenta el mercado, y nuestra expectativa es que tendremos ligeras subidas en las tires de los bonos

gubernamentales que pueden ser compensadas en parte por algunas reducciones adicionales de los diferenciales de los bonos corporativos y periféricos. Para el dólar vemos un inicio de debilitamiento que viene marcado por menor diferencial de tipos de interés y por un renovado programa de expansión de balance de la FED. Esto puede ayudar a las materias primas y a los mercados emergentes en general, tanto en renta fija como en renta variable.

RENTA FIJA

Tras un año extraordinario en retornos para la renta fija, las rentabilidades del mercado a futuro parecen ser menos halagüeñas. Actualmente hay más de 11.2 billones de dólares del índice global de bonos de Barclays que ofrecen rentabilidad negativa, esto supone prácticamente la mitad de los bonos invertibles de calidad crediticia de grado de inversión.

Volumen de Bonos con rentabilidad negativa



Fuente: Bloomberg. periodo 2014-2019

Para la mayor parte de los bonos se suele considerar que la TIR a vencimiento suele ser un buen predictor de la rentabilidad que se puede obtener en el activo. Eso nos dejaría un panorama en el que solo los activos con más riesgo (high yield) y la curva de gobiernos americanos parecen ofrecer algo de rentabilidad positiva. En este último caso con el dólar como variable no controlada, de forma que si queremos evitar el riesgo divisa pasaríamos a

tener retornos negativos.

En general, el retorno de la renta fija tiene tres grandes motores de rentabilidad, la tir inicial que marca el cupón "esperado" en el año, la variación de la tir a fin de año y la compresión o expansión de la prima de riesgo en el ejercicio (lo que en el siguiente cuadro recogemos como variación de spreads).



Estimación retornos diferentes activos renta fija.

			VARIACIÓN TIPOS (PB)			RETORNO TOTAL			RETORNO TOTAL	RETORNO TOTAL (BASE 3 AÑOS)	euroSTR-0,53 dur 3y3	PROB. ESC. BASE 65% PROB. ESC. NEGATIVO 20% PROB. ESC. POSITIVO 15%
	CARRY	MOD. DUR.	BASE	POS	NEG	BASE	POS	NEG				
GOBIS CORE Alemania (GODO)	-0,43	8,10	40	-30	70	-3,67	2,00	-6,10	2,00	-6,10		
GOBIS CORE EE.UU. (GOQO)	1,77	6,62	100	-60	140	-4,85	5,74	-7,50	5,74	-7,50		

				VARIACIÓN TIPOS (PB)			VARIACIÓN SPREADS (PB)			RETORNO TOTAL			RETORNO TOTAL	RETORNO TOTAL (BASE 3 AÑOS)
	CARRY	MOD. DUR.	SPR. DUR.	BASE	POS	NEG	BASE	POS	NEG	BASE	POS	NEG		
GOBIS PERIFERIA Italia (GOIO)	0,92	6,95	6,95	40	-30	70	-55	130	-85	1,96	-6,03	1,96	0,36	0,14
GOBIS PERIFERIA (GOEO)	0,26	7,98	7,98	40	-30	70	-10	110	-15	-2,13	-6,12	-4,13	-3,23	1,55
CRÉDITO IG (ERLO)	0,49	5,11	5,23	40	-30	70	-20	60	-30	-0,51	-1,12	-1,52	0,78	-0,68
CRÉDITO HY (HECO)	2,95	3,10	3,31	40	-30	70	-120	280	-160	5,68	-5,39	6,08	3,53	3,40

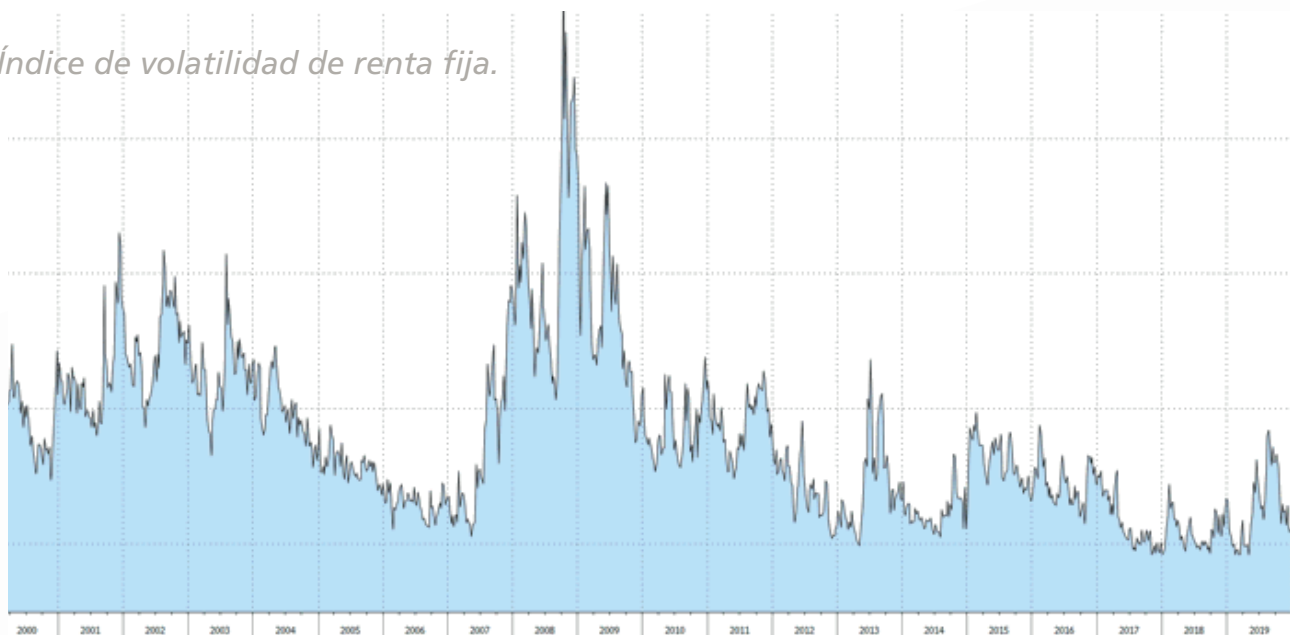
Fuente: Elaboración propia. Diciembre 2019

Como se puede ver, utilizando una duración equivalente de tres años para poder medir de manera más homogénea el potencial de cada uno de los índices, los retornos esperables de la combinación de los tres escenarios son bastante pobres. Existiendo expectativas positivas para los índices de inversión en gobiernos periféricos y para los bonos de alto riesgo. No obstante, en crédito en general entendemos que se puede conjugar todavía un entorno de pequeñas subidas en las tires en general con reducciones de diferenciales que, unidos a unos cupones algo más altos, pueden acabar presentando retornos positivos. De hecho, nuestros últimos movimientos en renta fija reflejan esa

mejora de opinión con una subida de exposición a crédito financiero, aunque esto tenga un carácter más táctico.

No obstante, la gestión activa de las posiciones y las oportunidades de inversión que genere el mercado serán claves para poder dar retornos mas elevados, que se suelen conseguir en momentos de subida de la incertidumbre y que se reflejan en aumentos de volatilidad como la sufrida en 2019.

Índice de volatilidad de renta fija.



Fuente: Bloomberg

RENTA VARIABLE

Al igual que lo sucedido en renta fija el año ha sido de rentabilidades muy por encima de la media histórica. Los retornos de 2019 han venido prácticamente todos por expansión de múltiplos dado que ha habido caída de beneficios en global. No obstante, en 2018 tuvimos el efecto contrario, caída de múltiplos con crecimiento de beneficios, de modo que en el neto de los dos años

podemos considerar que las rentabilidades de las bolsas se han correspondido con ese crecimiento de beneficios. Para 2020, el escenario que manejamos es de crecimientos modestos de los beneficios (una sola cifra) pero en positivo. El escenario de crecimiento de beneficios se basa en el crecimiento del PIB global en la franja del 3-3.5% según esta estimación de Barclays.

Crecimiento de beneficios

PIB REAL GLOBAL	BOLSA MUNDIAL	USA	EUROPA
<2%	-6,6%	-4,7%	-1,4%
2-2,5%	-8,2%	-3,1%	-6,5%
2,5-3%	-4,4%	2,1%	-9,4%
3,5-5%	1,7%	2,2%	3,6%
3,5-4%	12,8%	9,2%	13,3%
4-5%	17,5%	13,7%	18,1%
>5%	14,5%	15,9%	10,3%

Fuente: Bloomberg, Barclays, DataStream Datos para índice MSCI. Desde 1973.

La sensibilidad a la posible expansión o contracción de múltiplos seguirá siendo elemento clave para explicar las rentabilidades de 2020. Nuestro escenario base espera una ligera compresión de múltiplos, lo que unido a algo de crecimiento de beneficios (3%) y a la rentabilidad por dividendo nos deja un retorno ligeramente positivo en el caso de Europa, pero no así en el caso americano. Cuando lo combinamos con los escenarios alternativos, acabamos con unas rentabilidades esperadas claramente muy inferiores a las de 2019.

Rentabilidades esperadas.

15,00	CONSENSO	CTO 9						Rentabilidad esperada		
	MSCI EUROPE	Precio	PE 2020	EPS 2020	EPS 2020 %	Target Multiple	Yield 20	6%	Target Price	Rentabilidad vía Precio
	MSCI EMU	140,53	15,16	9,27	9,40	15,5	3,65	12%	143,69	2,25%
	Ibex 35	132,99	14,26	9,33	10,17	15	6,35	12%	139,93	5,22%
	S&P 500	9675	12,17	795,04	866,60	13	4,72	12%	10.335,56	6,83%
		3221	18,09	178,01	194,03	18	1,97	1%	3204,20	-0,52%
65,00	BASE	CTO 3						Rentabilidad esperada		
	MSCI EUROPE	Precio	PE 2020	EPS 2020	EPS 2020 %	Target Multiple	Yield 20	0%	Target Price	Rentabilidad vía Precio
	MSCI EMU	140,53	16,04	8,76	9,02	15,5	3,65	6%	135,78	-3,38%
	Ibex 35	132,99	15,09	8,82	9,08	15	6,35	2%	132,23	-0,57%
	S&P 500	9675	12,88	751,28	773,82	12,5	4,72	2%	9390,99	-2,94%
		3221	19,15	168,21	173,26	18	1,97	-4%	3027,83	-6,00%
20,00	BEAR	CTO 10						Rentabilidad esperada		
	MSCI EUROPE	Precio	PE 2020	EPS 2020	EPS 2020 %	Target Multiple	Yield 20	-26%	Target Price	Rentabilidad vía Precio
	MSCI EMU	140,53	20,40	7,65	6,89	13	3,65	-21%	99,51	-29,19%
	Ibex 35	132,99	19,18	7,70	6,93	12,5	6,35	-21%	96,28	-27,60%
	S&P 500	9675	16,38	656,46	590,81	11	4,72	-21%	7221,03	-25,36%
		3221	24,35	146,98	132,28	14	1,97	-34%	2057,75	-36,11%
20,00	PONDERADO									
	MSCI EUROPE	-1,49%		Consenso	15,00					
	MSCI EMU	2,94%		Base	65,00					
	Ibex 35	0,34%		Bear	20,00					
	S&P 500	-4,95%								

Fuente: Elaboración propia. Diciembre 2019

Por supuesto hablar solo de índices resulta un elemento incompleto de cara a explicar las rentabilidades, dado que los sectores, los títulos y los estilos de inversión llevan a resultados muy diferentes sobre ese índice. Lo que se pone de manifiesto es que, en un entorno de retornos esperados bastante moderados, la gestión activa, capaz de generar retorno positivo frente a los índices, cobra mayor importancia.

En efecto, existen divergencias muy relevantes entre las diferentes áreas geográficas, sectores y estilos de inversión, conviviendo algunos con valoraciones muy exigentes tanto en términos absolutos como relativos con otros donde la situación es justo la contraria. En una estructura de cartera diversificada, en el ejercicio 2020, será clave explotar estas divergencias que ya han comenzado un cierto proceso de normalización en los últimos meses.

De esta manera, primamos las inversiones en “valor”, es decir, esas compañías que cotizan con un descuento relevante frente a una situación normalizada. En cambio, el estilo de inversión “crecimiento”, podría estar no muy lejos de un punto de giro dado lo exigente de las

valoraciones, expectativas de crecimiento y tipos de interés. Estos sesgos tienen su traslado a nuestras preferencias sectoriales donde preferimos los sectores de telecomunicaciones, energía y financieras, frente a aquellos que se han beneficiado de los bajos tipos de interés como consumo defensivo o tecnologías que cotizan valoraciones exigentes.

En los productos de asset allocation, estas expectativas de retornos son tenidas en cuenta a la hora de construir las carteras, confiando en la capacidad de añadir valor de los gestores individuales especialistas en cada activo. El hecho de tener un universo de inversión más amplio permite diversificar bien las carteras entre los diferentes activos consiguiendo situarnos en los puntos óptimos de inversión para cada perfil de riesgo. Comenzamos el ejercicio con una preferencia por Europa y mercados emergentes frente a Estados Unidos. Dentro de Europa, bolsas como la española, alemana e inglesa presentan alguna de las oportunidades más interesantes.

En cualquier caso, 2020 se presenta como un año que difícilmente repetirá los resultados de 2019.



El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Este documento ha sido elaborado CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambio sin previo aviso. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. La información que se incluye en el presente informe se ha obtenido de fuentes públicas y consideradas como fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente documento no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe. Comportamientos de variables en el pasado puede que no sean un buen indicador de su resultado en el futuro. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U es la entidad gestora de los fondos de inversión referidos en el presente documento. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el nº15. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U está domiciliada en Paseo de la Castellana 51, Madrid con CIF A-08818965. CECABANK, S.A es entidad depositaria con número de registro 236 de CNMV. Las decisiones de inversión o desinversión en el fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en vigor en cada momento. Las inversiones de los fondos están sujetas a las fluctuaciones de mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que el valor de adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Puede consultar la política de inversión completa en el documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI) disponible con el resto de información legal a través de la página web <https://www.Caixabankassetmanagement.com> y en los registros oficiales de la CNMV, www.cnmv.es