

FLASH DE MERCADO



Inversión con bajo crecimiento

En síntesis

El recorte de tipos del BCE y el resto de medidas de política monetaria expansiva, aplaudidas por los mercados, consolidan más si cabe una situación que define el contexto económico-financiero internacional: **tipos en mínimos, baja inflación y débil crecimiento**. Los inversores deben preguntarse cómo deberían comportarse las distintas clases de activos en un entorno como el descrito, en el que además los diferenciales crediticios se han estrechado al máximo y la volatilidad está en mínimos.

¿Cómo debería afectar el crecimiento económico de los países sobre las decisiones de inversión?

Los rendimientos de los activos financieros consisten en rentas (cupones o dividendos) y ganancias o pérdidas de capital (plusvalías/minusvalías). Un crecimiento económico débil deprimirá las rentas, pero lo podría compensar vía revalorización del precio de los activos.

Las ganancias y pérdidas de capital dependen del momento de entrada en el activo (fecha de adquisición). Durante la crisis, la prima de riesgo sobre activos seguros (deuda pública) alcanzó máximos suponiendo un momento ideal para invertir, luego con la actuación de los bancos centrales se redujo la percepción del riesgo y la volatilidad. La combinación temporal de comienzo de etapa con elevada prima de riesgo, nula remuneración de los activos monetarios y volatilidad en descenso, propician un entorno de revalorización de los activos con riesgo.

Pero un crecimiento débil, no siempre implica un buen comportamiento de los activos con riesgo. Se convierte en negativo cuando el ritmo de crecimiento cae mucho y no cumple expectativas, viéndose favorecidas aquellas plazas cuyos países mejoran progresivamente. En el contexto actual, vemos pocas probabilidades de deflación o recesión en el corto plazo, pero pensamos **que la recuperación global será lenta, con escasas incertidumbres macro, por lo que la renta variable se erige como el activo favorito**, mientras los spreads de crédito ya están cerca de los mínimos históricos.

Distribución de Activos

Nuestra estrategia es de posición "larga" en activos con riesgo ante la escasa volatilidad en términos de indicadores macro y la no remuneración de los instrumentos monetarios. No obstante, rotamos un poco hacia aquellas clases de activos en los que no está todo el mundo invertido, esto es, Emergentes y Commodities.

El reciente rally de la renta variable, tras las medidas del BCE, ha significado la toma en razón por parte de la comunidad inversora de lo que venimos



Munesh Melwani, Socio Fundador y Director General de Cross Capital.

Datos de contacto:

T. +34 922 098 062

E. mmelwani@crosscapital.es

La renta variable seguirá siendo la estrella a lo largo de 2014 y la diversificación jugará un papel esencial. La asignación táctica y la gestión activa serán fuentes adicionales de creación de valor para las carteras.

anticipando. Sin embargo, el crédito (renta fija corporativa y deuda soberana extranjera) es lo que en cierta manera preocupa: es sin duda la clase de activo que más ha crecido durante la crisis y en la que más se ha invertido por toda clase de inversores, particulares e institucionales.

Normalmente los spreads de crédito tocan sus niveles mínimos cuando nos situamos en 2/3 de una fase de expansión económica, que es más o menos donde nos encontramos ahora en EE.UU. (5 años de recuperación), no así en la Eurozona. Los emisores comienzan a endeudarse y los inversores a preocuparse por la liquidez de los activos en caso de que los bancos reduzcan su compromiso de crear mercado proporcionando precios continuamente.

Somos de la idea de que al posicionarnos en los mercados no hay que ser tremendista: hay que considerar que gran parte de la compra de crédito en este ciclo ha sido propiciada por la necesidad de las aseguradoras y fondos de pensiones de reducir su volatilidad y duraciones desde la deuda pública, así como la búsqueda de la rentabilidad por parte de los bancos y otros inversores institucionales. El inversor minorista también ha buscado el crédito al tener menor apetito por la renta variable ante el recuerdo reciente de la crisis financiera.

Por prudencia, reducimos algo de exposición en High Yield en EE.UU, prefiriendo Eurozona, Emergentes y Financieros, así como High Yield sobre Investment Grade. **Abogamos una vez más por la renta variable, que no estará exenta de correcciones.**

Renta fija

El gobernador del Banco de Inglaterra sorprendió la pasada semana, cuando dijo que la subida de tipos iba a ser "gradual y limitada", y además la primera subida "podría tener lugar antes de lo que esperan los mercados". En este sentido, cautela con el tramo corto de la curva GBP, con preferencia a Bunds. Tendremos que estar atentos a próximas declaraciones de este banco central.

Respecto a la FED, no esperamos un mensaje similar, sino de tapering progresivo reduciendo las recompras de activos a 35bn de dólares/mes, y expectativas de subidas de tipos bien iniciado el 2015 en función de los indicadores que vayan aconteciendo.

En deuda corporativa, el rally ya es más maduro y los spreads están en niveles precrisis. Si bien se espera una reversión a la media histórica, en EE.UU. los HY todavía están a 100 pbs vs los mínimos de ciclos anteriores. Por otra parte, la relación entre el crédito y la renta variable no es lineal. En un entorno positivo de mercado, las bolsas pueden seguir subiendo, mientras el crédito beneficiarse cada vez menos, conforme las empresas comiencen de nuevo a aumentar su endeudamiento para financiar su crecimiento.

Las medidas del BCE de principios de junio, debieran ser positivas para el performance de los bancos europeos. El nuevo marco de LTRO permite de nuevo que se ciñan al carry trade, además de no depender tanto de sus propias emisiones en los mercados. En EE.UU., los bancos llevan mucho rally y faltan catalizadores para que continúe. Por tanto, **preferimos financieros europeos.**

Renta variable

Como acontecimiento reciente destacable, sin duda lo que más llama la atención es el creciente regreso de flujos de inversión hacia los mercados emergentes, no solamente renta fija, sino también renta variable, que se ha comportado mejor que la de los países desarrollados.

*Adoptamos un posicionamiento táctico en activos en riesgo hasta ahora con menor demanda, tales como **Emergentes y Commodities.***

En renta fija, las oportunidades en el crédito se reducirán conforme las empresas aumenten su endeudamiento.

Hay episodios geopolíticos, como las tensiones en Iraq, Turquía y el conflicto Sirio, que por sus efectos sobre el crudo, afectan negativamente a las bolsas en **Asia** (importadores), pero sigue siendo nuestra **región emergente favorita en el medio plazo**, si bien como alternativa táctica recomendamos sobreponderar compañías del sector energético en el corto plazo.

Como clase de activo, **la renta variable sigue siendo la favorita** vs el resto, sobreponderamos, y en términos de sectores **preferimos cíclicos, consumo, IT, salud y financieros**. En EEUU sobreponderamos energía e infraponderamos Utilities, al contrario que en Europa. En términos de países, a parte de algunos **emergentes**, vemos **Japón** como una oportunidad de medio plazo teniendo en consideración las reformas anunciadas; en Europa, **vemos potencial en España e Italia**.

Divisas

No hay cambios en nuestras perspectivas: mantenemos una **visión positiva de corto y medio plazo sobre el USD respecto al EUR**, en cuanto se normalicen los tipos en EE.UU. y se vaya progresando con el tapering, que irá hacia niveles del 1,30 conforme se acerque el fin del año en curso, movimiento que se ha precipitado tras las nuevas medidas del BCE, tal y como anticipábamos. Esperamos un USD/JPY tendente al 102 al cierre del tercer trimestre.

Inversiones Alternativas

Hemos pasado de infraponderar a ser **neutrales en materias primas en el corto plazo**, pero positivos en cuanto a los Hedge Funds y exposición inmobiliaria en las carteras globales, dado que aportan descorselación frente al resto de activos financieros.

- **Materias primas:** el Brent está en niveles máximos del último año, tras el asedio de los insurgentes en Irak y la posibilidad de acciones militares de las fuerzas internacionales en aquel país. Somos positivos en cuanto a la evolución del crudo. En agricultura, se espera que remonte el precio de los cereales, tan dañado en EE.UU. en la etapa postinvernal.
- **Inmobiliarias cotizadas:** proliferan las Socimis españolas, atrayendo la atención de inversores institucionales extranjeros.

*Continúa el gusto por la **renta variable**, con posicionamientos opuestos según sectores y países. En **emergentes**, focalizamos las oportunidades en regiones como **Asia**.*

*Seguimos concibiendo el **posicionamiento en divisas** dentro de los movimientos tácticos de cartera, así como las **inversiones alternativas** en activos con subyacentes no financieros.*

Aviso Legal

Este informe ha sido preparado por CROSS CAPITAL EAFI, S.L. (en adelante Cross Capital), debidamente autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (inscrita en sus Registros Oficiales con el número 110) y se distribuye con fines meramente informativos.

Este documento no debe ser considerado como una oferta para vender o una solicitud para comprar. Tampoco debe ser considerado como una propuesta de inversión para prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión. Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este informe debe fundamentarse en información pública disponible sobre un valor concreto y tomar en consideración el contenido de los prospectos archivados y disponibles en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), en la Sociedad Rectora de la Bolsa y en la propia compañía que emite el valor. El inversor que acceda al presente informe deberá tener en cuenta que los instrumentos indicados en el mismo pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión, perfil inversor o situación financiera. Los resultados históricos indicados en el presente informe no garantizan resultados futuros.

La información contenida en el mensaje ha sido generada de fuentes genéricas presumiblemente fiables, extremando el cuidado para asegurar que la información contenida en el mismo no es incierta o engañosa en el momento de su publicación. Sin embargo, Cross Capital no puede asegurar que la información sea exacta y/o completa. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el mismo constituyen exclusivamente un juicio personal de los miembros del equipo de análisis de Cross Capital en el momento de emisión de este informe y están sujetas a cambios si se produjeran variaciones significativas en alguno de los datos facilitados que así lo hicieran necesario.

Eventualmente, Cross Capital y/o sus empleados o directivos podrían tener posiciones, o estar interesados de cualquier otra forma, en transacciones de valores que están directamente o indirectamente relacionados con el objeto de este informe. En todo caso, se prestará la necesaria observancia a las normas de actuación especificadas en el Reglamento Interno de Conducta de Cross Capital, especialmente en lo referido a la anteposición de los intereses de los clientes sobre los propios, con el fin de evitar todo conflicto de interés.

Cross Capital podría eventualmente prestar servicios a alguna de las compañías mencionadas en este informe. Cross Capital, sus empleados, directivos o cualquier otra persona relacionada con Cross Capital no asumen responsabilidad, cualquier que sea, por pérdidas que sean consecuencia del uso de este informe y de su contenido. Este informe no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor del mensaje, cualquiera que sea la finalidad que se persiga. Ninguna parte de este informe podrá distribuirse en los EE.UU. de América, excepto a los principales inversores institucionales de EE.UU. de acuerdo con las reglas establecidas en Rule 15^a-6(a)(2) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

