

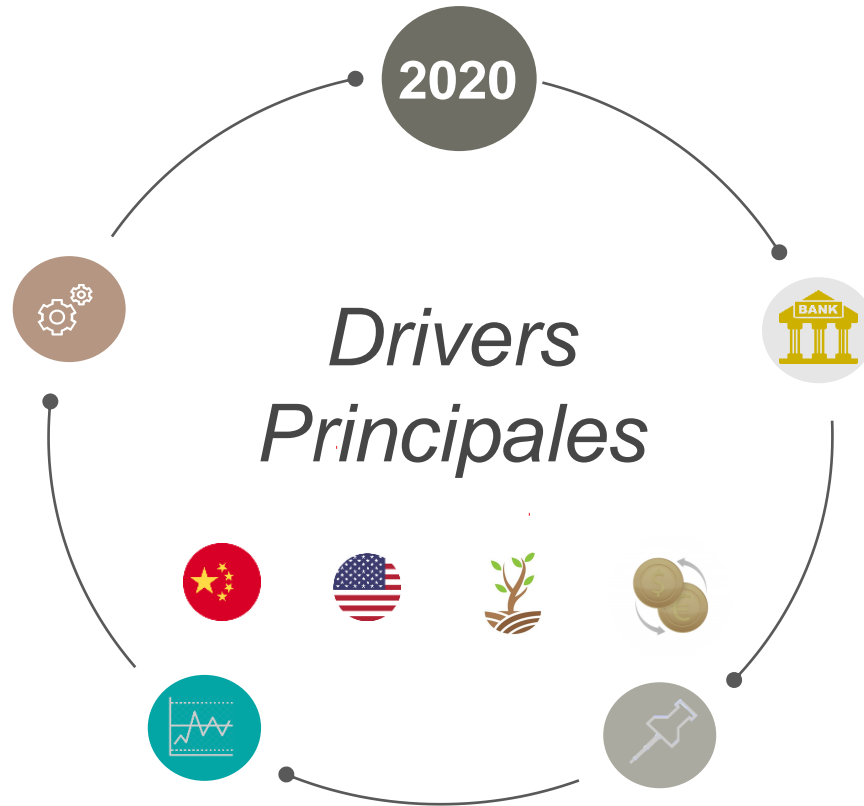
IM AN TIA

Crecimiento económico

Entramos en una fase de desaceleración leve, con riesgo a la baja por la ausencia de palancas alternativas de crecimiento.

Renta Variable

Receptor de flujos como alternativa en la búsqueda de rentabilidad apoyados por beneficios que crecen. Esperamos rentabilidades positivas no exentas de volatilidad.



Políticas económicas

Tipos bajos y liquidez abundante a la espera de nuevos datos y una redefinición de sus objetivos. La política fiscal como opción contingente puede ser elemento clave en el año.

Renta Fija

Curvas de tipos de interés ligeramente más altas y los activos de crédito ampliando diferenciales por la menor entrada de flujos.

Drivers Principales



DRIVERS PRINCIPALES



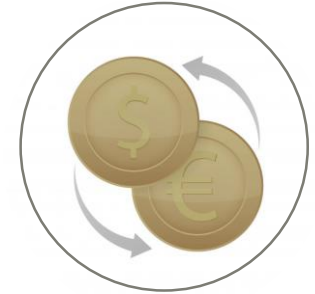
La incógnita
de China



Temas
geopolíticos



Ciclo



Bancos
Centrales

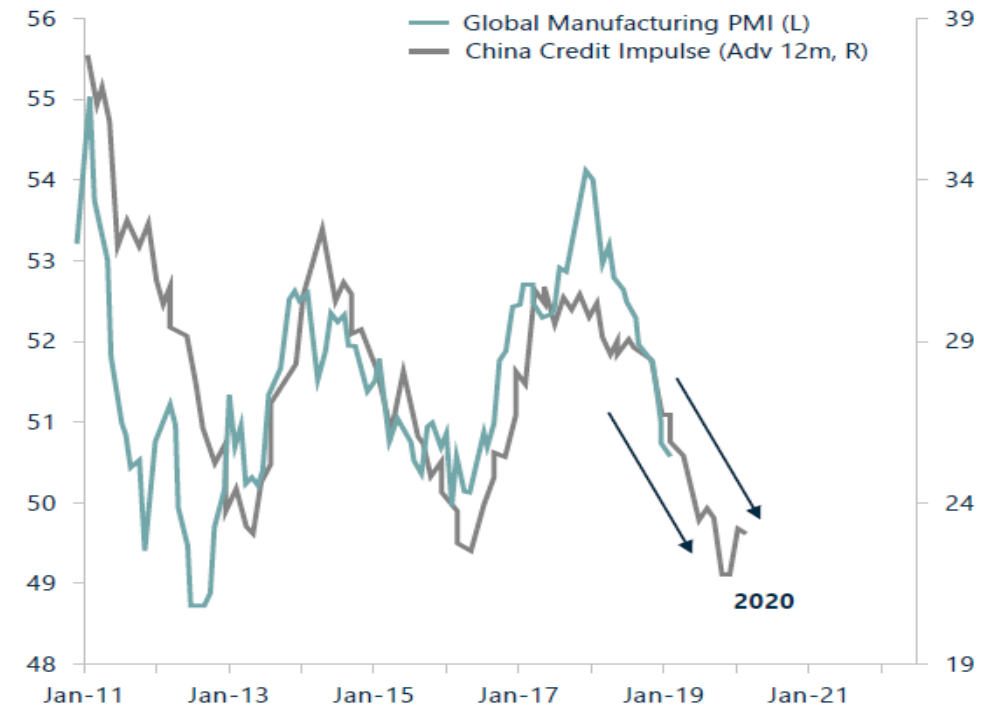
¿TIENE HERRAMIENTAS

China...

...Para luchar contra una desaceleración acusada?

- Esperamos una moderación en el crecimiento chino a lo largo de 2020.
- En el caso de una desaceleración superior, China tiene reducido margen de política fiscal, desde niveles de -4,5% de saldo presupuestario.
- En política monetaria podría tomar decisiones hacia una mayor expansión en precios y cantidades (sin dejar de lado la precaución con el crecimiento del *shadow banking*).
- La estabilidad de la divisa puede ser una de las claves para recuperar la confianza en el país.

Global PMI vs China Credit Impulse (Advanced 12m)



Fuente: Bloomberg
Noviembre 2019

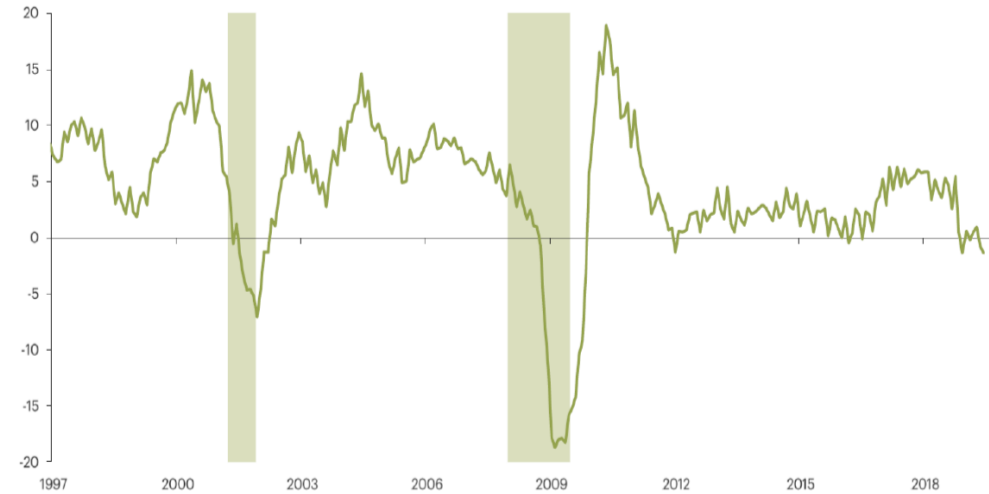
AÑO ELECTORAL EN

EE.UU.

¿Cómo evolucionarán los acuerdos comerciales?

- Las elecciones serán el principal driver del año para EE.UU.. Ningún presidente ha sido reelegido con la economía en recesión desde 1924.
- La necesidad de llegar a acuerdos comerciales que tiene Trump para su reelección moverán los mercados. El comercio internacional ya se está viendo dañado por los aranceles.

Global: Trade Volumes (YoY % change)



Fuente: Haver - Analytics
Septiembre 2019

Presidential Elections and Recessions

Re-Election Date	President	Recession Two years Before Election	Wins Re-Election
11/5/1912	William Taft R	Recession	No
11/7/1916	Woodrow Wilson D	Recession	Yes
11/4/1924	Calvin Coolidge R	Recession	Yes
11/8/1932	Herbert Hoover R	Recession	No
11/3/1936	Franklin Roosevelt D	No Recession	Yes
11/5/1940	Franklin Roosevelt D	No Recession	Yes
11/7/1944	Franklin Roosevelt D	No Recession	Yes
11/2/1948	Harry Truman D	No Recession	Yes
11/6/1956	Dwight D. Eisenhower R	No Recession	Yes
11/3/1964	Lyndon B. Johnson D	No Recession	Yes
11/7/1972	Richard Nixon R	No Recession	Yes
11/2/1976	Gerald Ford R	Recession	No
11/4/1980	Jimmy Carter D	Recession	No
11/6/1984	Ronald Reagan R	No Recession	Yes
11/3/1992	George H.W. Bush R	Recession	No
11/5/1996	Bill Clinton D	No Recession	Yes
11/2/2004	George W. Bush R	No Recession	Yes
11/6/2012	Barack Obama D	No Recession	Yes
11/3/2020	Donald Trump R	?	?

Source: Ryan Detrick, LPL Financial

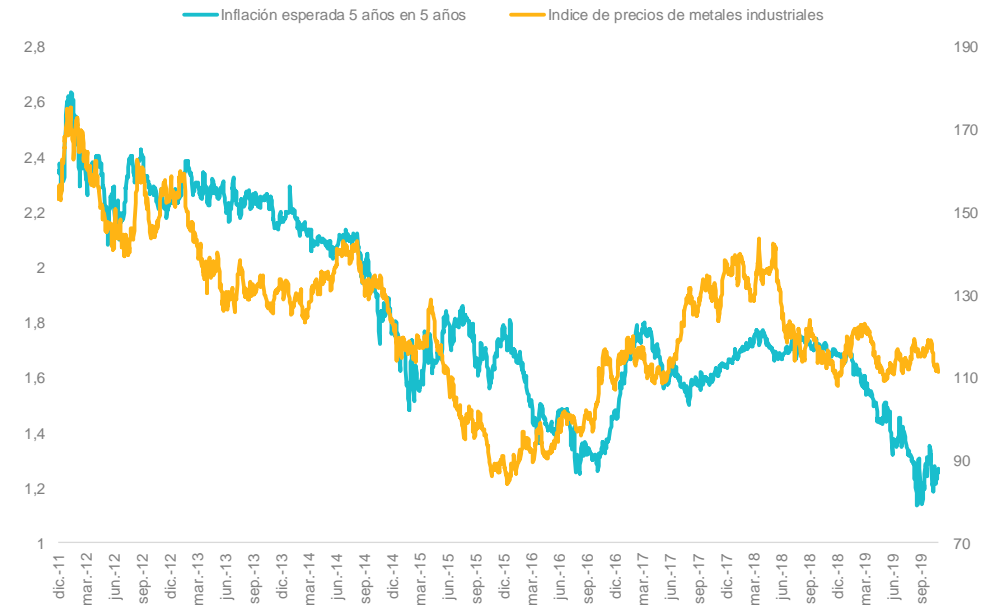
¿SE ESTABILIZARÁ LA DESACELERACIÓN DEL

CICLO

económico a nivel global?

- La posibilidad de que los PMIs, como indicador clave del ciclo macroeconómico, se encuentren en zonas de mínimos y comiencen a repuntar en el primer trimestre de 2020 puede impulsar a los mercados de renta variable a cotas más elevadas.
- No esperamos un deterioro significativo del consumo privado mientras no haya un traslado de la debilidad del sector manufacturero al mercado laboral.
- La expectativa de nuevas medidas de política fiscal expansiva podría ser un impulso adicional a la actividad.

SEÑALES CONTRADICTORIAS EN LA PERCEPCIÓN DEL CICLO GLOBAL



Fuente Bloomberg
Datos a 2-dic-19



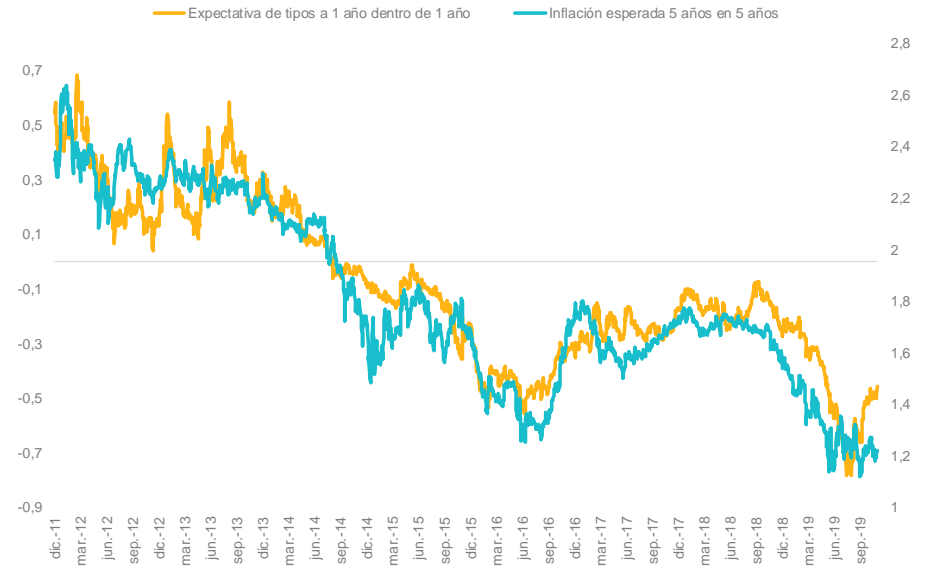
¿CÓMO RESOLVERÁN LOS

BANCOS CENTRALES

su estrategia de política monetaria?

- ¿Cuál será las próximas decisiones de política monetaria por parte de los banqueros centrales?
 - ¿Hasta donde puede bajar la Reserva Federal en caso de debilidad económica?
 - ¿Cuál será la línea de actuación de la nueva presidenta del BCE en su nueva fijación de objetivos? ¿una actitud más laxa ante repuntes de inflación? ¿mayor actividad política para conseguir apoyos de estímulo fiscal?
- En cuanto a China, ¿seguirá con políticas fiscales destinadas a impulsar el consumo, o aplicará también algún tipo de medida para ayudar a la inversión?

¿HORA DE REVISAR LOS OBJETIVOS DE POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA EURO?



Fuente Bloomberg
Datos a 2-dic-19

Escenarios



CENTRAL – 75%

— *Soft landing*

- Ciclo global que se debilita lentamente aunque cuenta con el soporte del consumo de economías desarrolladas. La inversión continúa lastrada por la falta de confianza empresarial.
- Los Bancos Centrales mantienen condiciones financieras laxas ante los riesgos a la baja, pero sin introducir nuevas medidas. No veremos subidas de los tipos oficiales.
- Renta fija, los tipos deberían ir subiendo por la no actuación de los Bancos Centrales y el crédito se mantendrá con ligeras ampliaciones por la menor entrada de flujos.
- En renta variable, las bolsas se apoyarán en el crecimiento de beneficios de un dígito. Sectorialmente los sectores más cíclicos tendrán mejor comportamiento dados sus niveles de valoración.

NEGATIVO – 15%

— *¿Recesión o crisis?*

- Miedo al *hard landing*.
- Materialización de los riesgos.

POSITIVO – 10%

— *Sorpresas positivas*

- Reactivación de la inversión.
- Relevo en el ciclo.

Previsiones

Escenario central

MACRO

CRECIMIENTO USA 1,9%-2,1%

CRECIMIENTO UE 1,2%-1,4%

INFLACIÓN USA 2,3%-2,5%

INFLACIÓN UE 1%-1,2%%

BANCOS CENTRALES

TIPOS INTERVENCIÓN USA 1,63%

TIPOS INTERVENCIÓN UE -0,50%

MERCADOS

			Vs hoy*
BOLSA USA	3.140	↑	+2%
BOLSA UE	3.947	↑	+7%
BOLSA ESPAÑA	9.859	↑	+4,9%
EURO/DÓLAR	1,15	↑	+4,4%
RF 2 años USA	1,80%	↑	+0,19
RF 10 años USA	2,10%	↑	+0,27
RF 2 años Core Euro	-0,40%	↑	+0,24
RF 10 años Core Euro	-0,10%	↑	+0,23
RF Crédito Euro	250 pb	↑	+17 pb

(*Datos a 7-nov-19)

Nos gusta

DEUDA PÚBLICA AMERICANA. La Reserva Federal no subirá tipos en año electoral y podría realizar bajadas si el entorno se deteriora.

INVESTMENT GRADE EURO. El programa de compras del BCE seguirá soportando la deuda corporativa con buenos fundamentales.

DEUDA PÚBLICA ITALIANA. Dentro de la deuda pública europea, sigue ofreciendo una prima adicional que representa una oportunidad para aprovechar rangos.

DEUDA SUBORDINADA. La búsqueda de *yield* junto a la estabilidad regulatoria permitirán que continúe la entrada de flujos.

No nos gusta

DEUDA *HIGH YIELD*. De forma agregada, creemos que las compañías apalancadas podrían ser más castigadas en la fase final de ciclo y ante mínimos repuntes de tipos de interés.

DEUDA EMERGENTE *LATAM*. Los riesgos en este activo han repuntado por la incertidumbre política y por la incierta evolución de China, lo que puede favorecer la salida de inversores.

Nos gusta 

 *No nos gusta*

RENTA VARIABLE EUROPEA. Por la mejora de los indicadores macroeconómicos, el *Yield* actual de los bonos, el diferencial positivo de la rentabilidad por dividendo frente a los bonos, las revisiones de BPA en mínimos y los flujos de entrada.

- **SECTOR FINANCIERO:** Ha sido uno de los peores sectores de 2019 por la debilidad de los datos macro, los riesgos geopolíticos y los bajos niveles de tipos de interés, estos factores hacen que esté en niveles muy baratos respecto a su PER medio histórico. Una positivización de la curva de tipos de interés y una mejora en la actividad económica europea, hace del sector financiero uno de los más atractivos para el próximo año.
- **SECTOR INDUSTRIAL:** Los BPA del sector han estado mejorando a lo largo del año en relativo al resto de sectores. Una mejora de la actividad manufacturera global y un previsible aumento de la inversión por parte de las empresas pueden favorecer al sector.
- **SECTOR ENERGÍA:** Con unos balances saneados sobre todo por el estricto control de costes, el intenso control del *capex*, una caída del precio de *breakeven* del petróleo y una rentabilidad por dividendo superior al 5% nos llevan a ver potencial en este sector.

SECTORES QUALITY Y MOMENTUM. Han pasado a llamarse “*overcrowded*” porque son los que se han visto más favorecidos por las alzas del mercado en 2019. Esto les lleva a niveles de valoración muy elevados. No vemos recorrido en sectores como comunicación, eléctricas y consumo estable.

