



Informe Belgravia Capital SGIC SA

Cambio de ciclos

Octubre de 2018

Este informe ha sido elaborado por:

Belgravia Capital SGIIC SA

Núñez de Balboa, 120. 4ºDcha.

28006 Madrid, España

Teléfono: (+34) 91 515 85 90

info@belgraviacapital.es

Índice

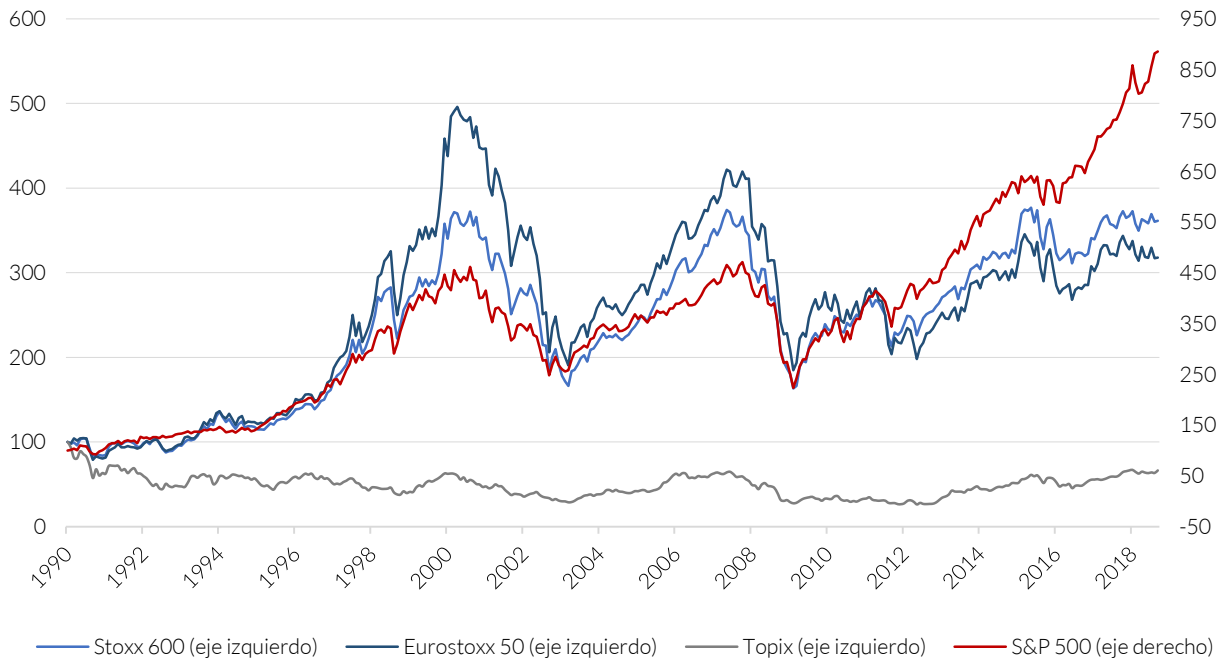
Cambio de ciclos.....	1
Ciclo monetario.....	3
Ciclo económico.....	7
Valoración.....	10
Conclusión.....	12
Perspectivas y gestión Belgravia.....	13



Cambio de ciclos

En términos bursátiles, Europa lleva 18 años de ciclo bajista, y no es mucho consuelo que Japón lleve casi 30

Gráfico 1 | Evolución índices renta variable desde 1990 en base 100

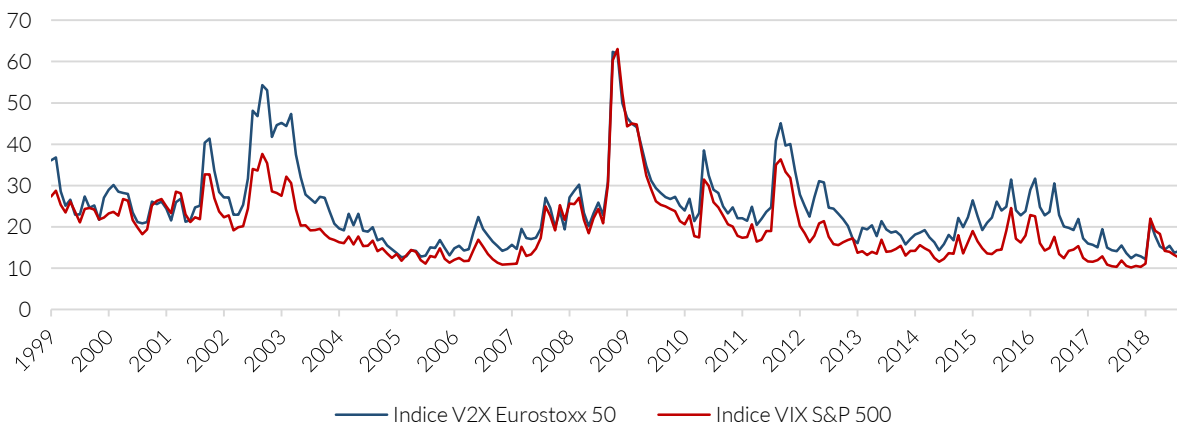


Fuente: Bloomberg

2018 está marcando el fin del ciclo alcista en activos financieros europeos, iniciado hace nueve años y consolidado a partir de julio de 2012 con el *whatever it takes* de Draghi; si bien hay que señalar que el máximo de ciclo del pasado enero lo fue sólo en términos de prima de riesgo de crédito europeo e índice V2X de volatilidad implícita de renta variable. Los mínimos en términos de TIR del crédito (máximos en precio) se alcanzaron en septiembre 2016 y los máximos de precios de la renta variable en marzo de 2015, sin haber sido batidos desde entonces. De hecho, tampoco se han superado los máximos en renta variable europea del año 2000, en la cúspide de la burbuja de Internet. En términos bursátiles, Europa lleva 18 años de ciclo bajista, y no es mucho consuelo que Japón lleve casi 30.

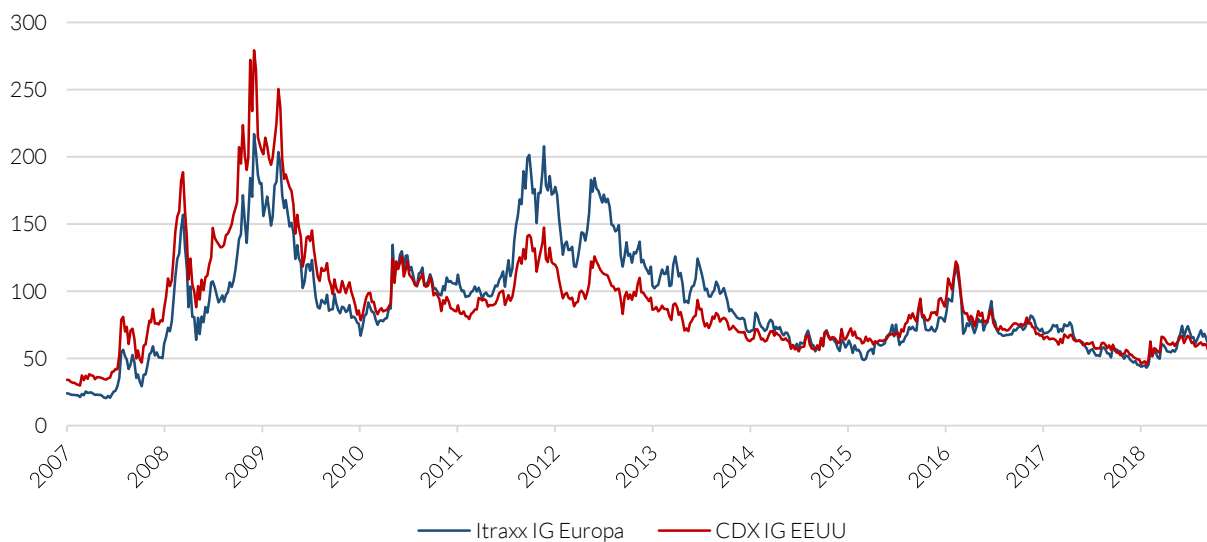
Paradójicamente, el S&P 500 ha continuado marcando máximos a lo largo de 2018, sin liderar el cambio de ciclo en curso en los principales mercados de renta variable mundiales. Ello a pesar de que el crédito estadounidense también dejó atrás sus máximos en julio 2016 en términos de mínimos de TIR, al subir tanto las tasas libres de riesgo como las primas desde entonces.

Gráfico 2 | Índices de volatilidad implícita del Eurostoxx 50 & S&P 500



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3 | Primas de riesgo de crédito en Europa y EEUU



Fuente: Bloomberg

El cambio de ciclo al que nos referimos contempla, por un lado, la inversión del ciclo alcista en renta variable europea de los últimos nueve años, dentro del superciclo bajista en el que lleva cerca de veinte, y el inicio de un ciclo bajista en USA, que también lo podría ser de superciclo como lo fue en 1990 en Japón y en 2000 en Europa.

Sin ánimo demostrativo sino argumentativo pasamos a describir los dos principales factores detrás de tal cambio de ciclo en los precios de activos financieros: el ciclo monetario y el ciclo económico.

Ciclo monetario

Los precios dependen de la cantidad de dinero

Gráfico 4 | Evolución masa monetaria EEUU (M2) y eurozona (M3)



Fuente: Bloomberg

La teoría monetaria cuantitativa, originariamente sugerida por Copérnico en 1526 y definida por la Escuela de Salamanca en 1556 (Martín de Azpilicueta Navarro), y ampliamente desarrollada y divulgada por anglosajones como Fisher, Marshall, Friedman, etc. a partir del siglo XX, sigue siendo válida: los precios dependen de la cantidad de dinero en circulación.

La principal limitación en contrastar la validez de la teoría cuantitativa del dinero es la delimitación del campo de observación, generalmente el nivel de transacciones realizadas en un periodo, por ejemplo, el PIB anual de una zona monetaria. La contrastación se ha centrado en la comparación del crecimiento de la masa monetaria (M2 en EE. UU., M3 en eurozona, M4 en RU, etc.) con la evolución del deflactor del PIB nominal y, aún más ingenuamente, en la evolución del IPC como principal componente de precios en las transacciones de economías desarrolladas. De ahí que la teoría cuantitativa haya sido a menudo desdeñada al no guardar la masa monetaria una relación suficientemente estable con el nivel del deflactor del PIB nominal o del IPC.

La cuestión es que el dinero en circulación no se utiliza sólo para realizar las transacciones propias de la actividad económica real. También se emplea en la compraventa de bienes que no se incluyen en las

mediciones de precios extendidas como el deflactor del PIB o el IPC, o que no se incluyen debidamente. Dichos bienes son principalmente los activos de capital, activos financieros, y activos monetarios que no computan en la medición de la masa monetaria utilizada (ej.: depósitos a plazo fijo), destacando los siguientes:

1. Activos inmobiliarios de uso comercial e industrial, asociados al factor capital.
2. Activos inmobiliarios de uso residencial, que realmente son bienes de consumo duradero y no bienes de capital, por tanto, asociados al factor trabajo.
3. Activos inmobiliarios de uso público, asociados a tanto el factor trabajo como al factor capital.
4. Empresas, asociadas al factor capital.
5. Activos financieros asociados a los anteriores, como deuda pública, deuda corporativa, deuda hipotecaria comercial, industrial y residencial, deuda personal y de consumo, así como el *private equity* y la renta variable.
6. Activos monetarios no incluidos en la medición de la masa monetaria.

7. El oro, otros metales preciosos y otras materias primas asociadas al factor recursos naturales.
8. Arte y coleccionismo.

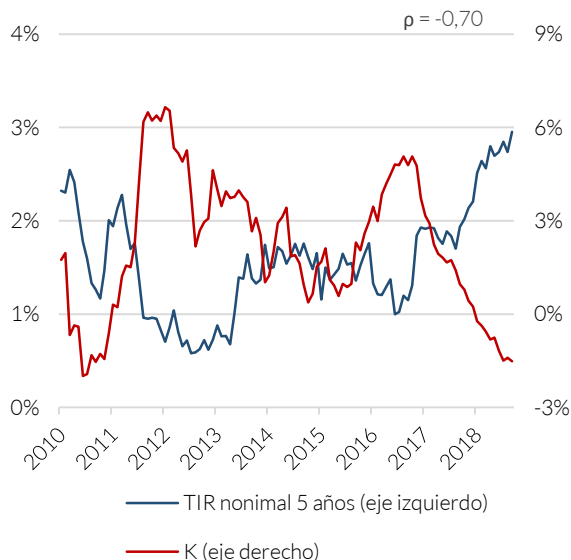
Basta contemplar la diversidad de activos e imposibilidad de medición y ponderación de precios para adelantar que poco se puede demostrar rigurosamente. Más aun teniendo en cuenta la circulación global de capitales, lo cual exigiría integrar las mediciones de las principales economías con diferentes divisas.

Pero sí se puede argumentar que la evolución del conjunto de los precios de los bienes y servicios incluidos en el PIB y de los que no lo están depende de la evolución de la masa monetaria. Y por tanto, afirmar que la evolución de éstos últimos, depende del diferencial de crecimiento de la masa monetaria respecto al PIB nominal, es decir la K Marshalliana.

$K=m-p-y$, donde m es la variación de la masa monetaria, p es la variación de los precios de los bienes y servicios incluidos en el PIB, o deflactor del PIB nominal, e y es el crecimiento real del PIB.

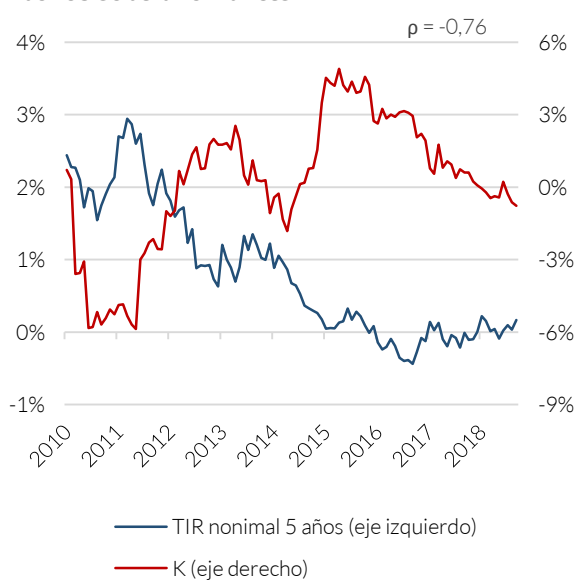
Casual o causalmente, el precio de la deuda pública, medida por el bono soberano a 5 años, está positivamente correlacionado con el exceso de liquidez, o K Marshalliana. Es decir, cuanto más alto el diferencial de crecimiento de la masa monetaria respecto al PIB nominal más baja es la TIR (y por tanto más alto el precio) de la deuda pública. A falta de datos, la deuda soberana es el mejor proxy para contrastar la teoría, y la de cinco años en particular, por ser ese el vencimiento medio típico de la deuda soberana de economías desarrolladas. El sector público es una comuna de los agentes del sector privado, ya sean empresas, trabajadores, consumidores o inversores, en virtud de la cual el bienestar, solvencia y perspectivas de sector público y privado están estrechamente vinculados, aunque con diferencias temporales dentro del ciclo del conjunto de la economía del país o zona monetaria.

Gráfico 5 | K de M2 EEUU & TIR bono5 del tesoro EEUU



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

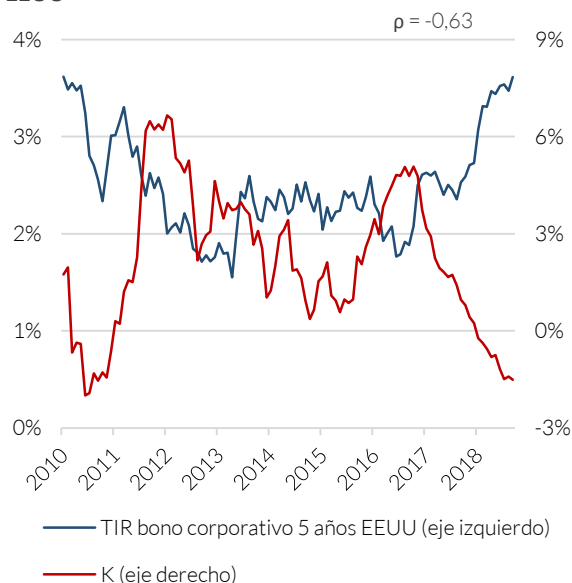
Gráfico 6 | K de M3 Eurozona & TIR bono5 soberano francés



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

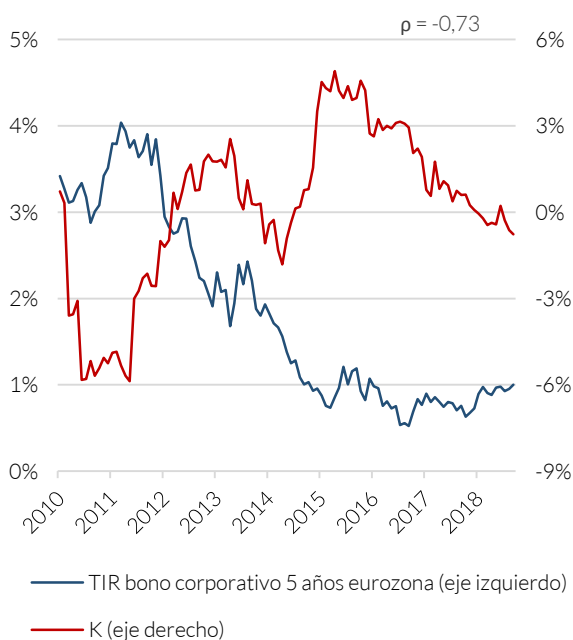
Como refleja el gráfico, la TIR de la deuda pública de EE. UU. y la eurozona baja o sube según aumenta o disminuye el exceso de liquidez. Intuitivamente, el precio ponderado del conjunto de los activos excluidos del deflactor del PIB también tenderá a subir o bajar según el exceso de liquidez sea mayor o menor, si aceptamos que la deuda pública es un proxy mínimamente válido del precio ponderado de tales activos. Tal relación también se sostiene con el crédito corporativo.

Gráfico 7 | K de M2 & TIR bono5 IG en EEUU



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Gráfico 8 | K de M3 & TIR bono5 IG eurozona



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Dada la anunciada evolución de las políticas monetarias de estas economías, es de esperar que la evolución de los precios de la deuda pública y del conjunto de los activos aludidos siga siendo negativa, conforme continúe disminuyendo el exceso de liquidez o K Marshalliana.

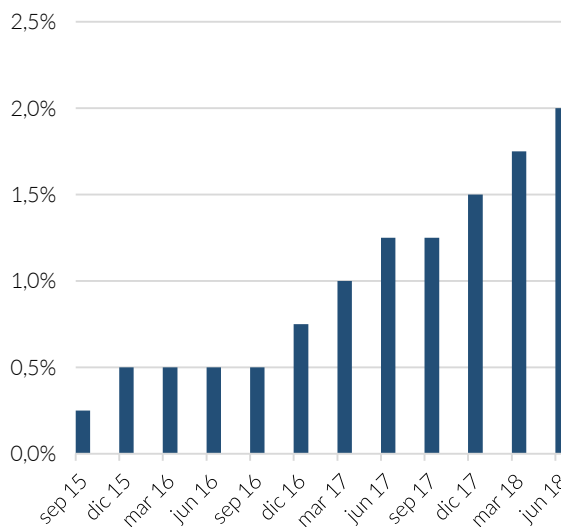
Gráfico 9 | Evolución balance QE bancos centrales (FED, ECB, BoE, BoJ) ⁽¹⁾ ⁽²⁾



⁽¹⁾ FED, ECB, BoE, BoJ operaciones de mercado mensuales.
⁽²⁾ Asumimos que el BoJ reducirá sus compras a la mitad a partir de 2019

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Gráfico 10 | Evolución tipos de la FED

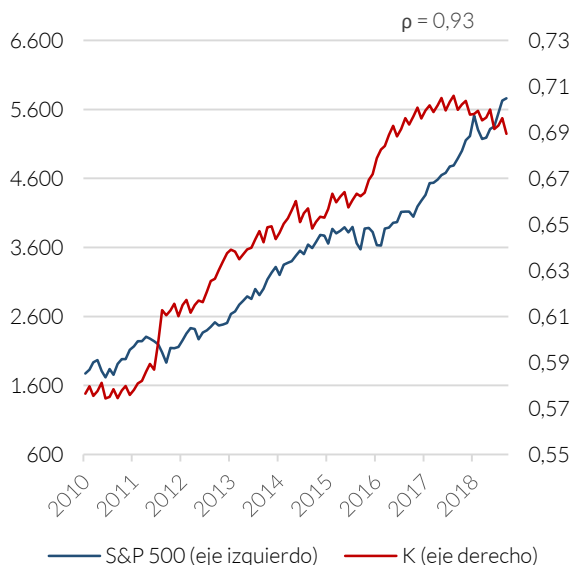


Fuente: Bloomberg

Ello no implica que todos y cada uno de esos activos tenga que evolucionar negativamente, tal y como ha demostrado la evolución dispar de la renta fija y la renta variable estadounidense en los primeros nueve meses de 2018. Simplemente, que el precio del conjunto de los activos evoluciona negativamente

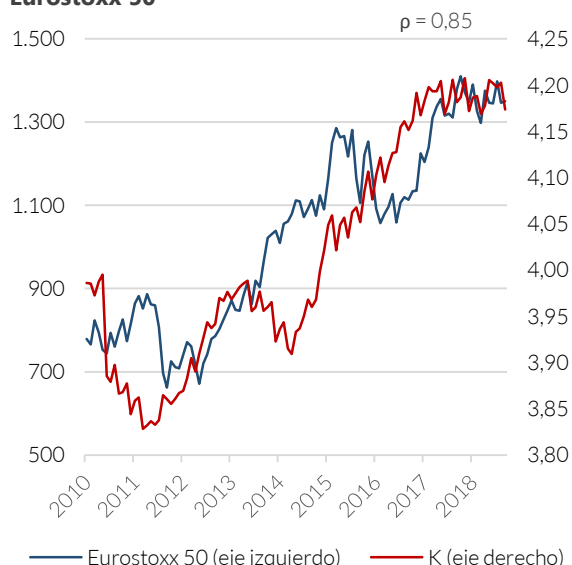
con una K negativa, y que cada uno de ellos individualmente considerado evolucionará mejor (ya sea positiva o negativamente) cuanto mayor sea el exceso de liquidez, y peor (ya sea positiva o negativamente) cuanto menor sea el exceso de liquidez.

Gráfico 11 | K de M2 EEUU & S&P 500



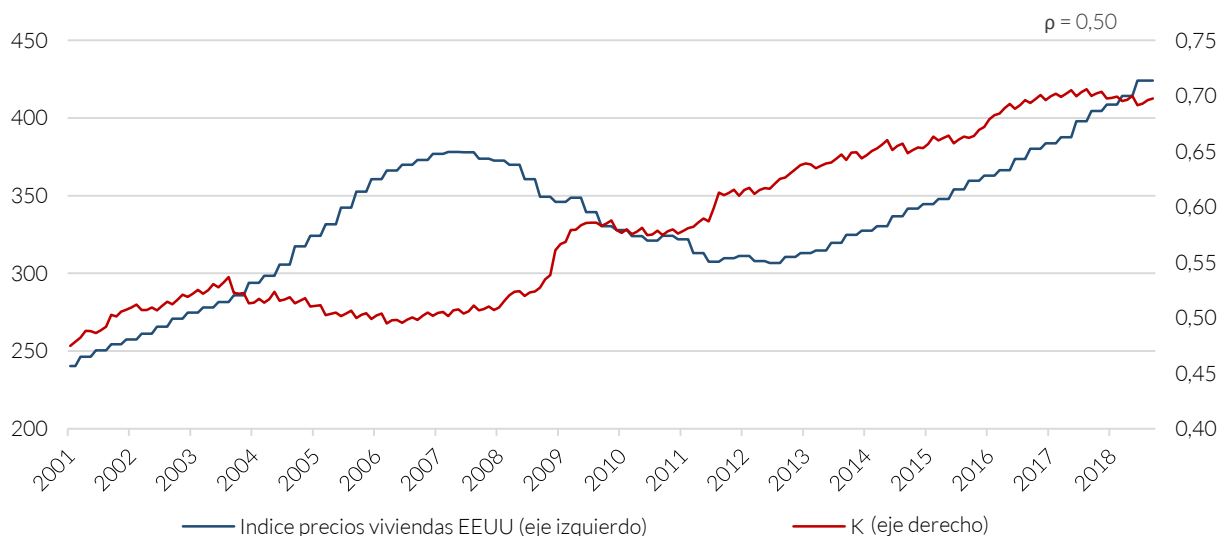
Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Gráfico 12 | K de M3 eurozona & Eurostoxx 50



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Gráfico 13 | EEUU K & Índice precios viviendas



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Ciclo económico

Ralentización del crecimiento económico y retroceso en rentas del capital

La evolución de la masa monetaria en relación al PIB real explica el nivel absoluto de precios en su conjunto, incluyendo tanto los de los componentes del PIB como los de activos contratados con dinero pero excluidos de la medición, típicamente de capital y financieros. Sin embargo, no explica la evolución relativa de precios, que depende del ciclo económico y la asociación de cada activo con las rentas de los factores de producción: recursos naturales, trabajo y capital.

Conviene recordar los principales componentes de demanda agregada de una economía:

$Y=C+I+(G-T)+(X-M)$, que podemos vincular a la producción agregada asociada a las rentas de los factores de producción.

$Y=RI+Rk+Rn+Rp+Rpini$, que incluyen las rentas del trabajo, capital, recursos naturales, sector público, y de la posición internacional neta de inversión; estando las rentas del trabajo asociadas predominantemente a la demanda de consumo, las rentas del capital y de recursos naturales o materias primas a la de la inversión, las rentas del sector público a tanto el consumo como la inversión, y las rentas de la posición internacional neta de inversión al sector exterior.

La evolución y precios relativos de los componentes de la demanda agregada depende de la evolución de las rentas relativas en el ciclo económico como consecuencia de la jerarquía de los factores de producción en el cobro de rentas, y de la elasticidad relativa de los factores de producción a sus rentas. A su vez, la evolución de las rentas relativas explica los precios relativos de los activos de capital asociados.

Los componentes de la demanda y renta agregada alternan protagonismo según la fase del ciclo económico:

1. Inicialmente, el ciclo es liderado por el sector exterior ($X-M$) en su fase de recuperación al aumentar las exportaciones y disminuir las importaciones como resultado del aumento de competitividad vía deflación de la divisa o deflación interna en la recesión. La deflación mejora la posición internacional neta de inversión ($pini$), las rentas asociadas ($Rpini$) y el flujo exterior de bienes y servicios, sentando las bases para una estabilización y posterior recuperación de la divisa.
2. La mejora del sector exterior aumenta la utilización del capital interno y con ello sus rentas (Rk) en un escenario de abundante oferta de trabajo, revalorizándose los activos de capital para estimular la inversión (I).
3. El aumento de la inversión viene sucedido por una mejora en el empleo y en las rentas del trabajo (Rl), que potencia el consumo (C) y demanda de viviendas, generando eventualmente inflación en las rentas del trabajo.
4. La recuperación cíclica en las cuentas o rentas netas del sector público (Rp) como resultado del crecimiento simultáneo de las rentas del capital y del trabajo y con ello del consumo, así como la reducción en las prestaciones sociales, habilitan la revalorización de la deuda pública antes de dar paso al aumento del gasto público y/o reducción de impuestos ($G-T$) que culminan la fase expansiva del ciclo económico.
5. Finalmente, las tendencias inflacionistas e ineficiencias acumuladas en el ciclo expansivo conducen a una pérdida de competitividad externa que sientan las bases para un nuevo ciclo recesivo liderado por el sector exterior vía deterioro de la balanza por cuenta corriente ($X-M$).

ACTIVO	RENTA	PIB	CICLO	JER.	DUR.	ELAST.	VOL.
DIVISA	R _{pini}	X-M	1°	1°	cero	alta	baja
DEUDA PUBLICA	R _{l,k,n}	G-T	3°	2°	media	media	baja/media
DEUDA HIP. RES.	R _l	C	3°	4°	media/alta	media	media/baja
VIVIENDAS	R _l	C	3°	5°	alta	media	media
DEUDA EMPRESAS	R _i	I	2°	6°	media	media	media
EQUITY EMPRESAS	R _i	I	2°	7°	alta	media	alta
RECURSOS NATUR	R _n	Y	4°	3°	alta	baja	alta

Fuente: elaboración propia

En cuanto a la jerarquía de rentas, las públicas dominan a las privadas, y dentro de éstas, las del trabajo a las del capital. Respecto a la elasticidad de la oferta de factores de producción, el trabajo suele serlo más que el capital, pero no cerca del pleno empleo. La combinación de jerarquía y elasticidad junto con la duración del activo determina el nivel de volatilidad.

Al igual que ocurre en el análisis del ciclo monetario, la globalización de la economía impide identificar las fases del ciclo económico con claridad. Sin embargo, hay una serie de tendencias que delatan el avanzado estado del ciclo expansivo de la economía mundial, previo a un nuevo ciclo de crecimiento inferior al potencial:

1. La ralentización del comercio internacional, cuyo % del PIB mundial ha caído desde un máximo del 61% en 2008 y 2011 a un 56% en 2016, continuando a la baja desde entonces y con perspectivas de continuar cayendo como consecuencia de la actual política comercial estadounidense.
2. La caída del superávit por cuenta corriente de China, el mayor exportador de bienes en el mundo, a niveles cerca de nulos en la actualidad.
3. La aceleración del crecimiento de EE. UU., la más consumidora de las principales economías, por encima de su potencial del 2% como consecuencia del estímulo del sector público mediante la reducción de impuestos implantada por la Administración Trump.

Gráfico 14 | Comercio Internacional como % del PIB mundial



Fuente: World Bank

En términos de rentas, la elasticidad de la oferta de trabajo en EE. UU. continúa disminuyendo desde niveles peligrosamente bajos, como consecuencia de la baja tasa de desempleo y las restricciones a la inmigración. El impacto inflacionario sobre las rentas del trabajo y deflacionario sobre las rentas de capital apenas se ha hecho notar en 2018 debido a la contención de los costes laborales unitarios asociados al incremento de la productividad derivada de la aceleración económica impulsada fiscalmente. Sin embargo, ya en 2019 el estímulo fiscal disminuirá notablemente al tiempo que los nuevos aranceles impuestos hacen mella sobre coste y actividad económica, pues los aranceles representan una forma impositiva compartida por exportador e importador.

Respecto a Europa, la tasa de desempleo de la eurozona en general no presenta peligros inflacionistas, pero su composición sí:

1. Los países con mejor salud financiera y evolución económica desde la última crisis tienen niveles de desempleo bajos. Es el caso de Alemania y Holanda, donde la inflación laboral podría ser impulsada por mayores restricciones a la inmigración.
2. Las principales economías periféricas del sur de Europa, Italia y España, donde los niveles de desempleo continúan altos, están variando su política económica a favor del trabajo y del gasto público, en detrimento de las rentas del capital.

El populismo ya está condicionando la política en favor de las rentas del trabajo y en detrimento de las rentas de capital, vía política económica, social y migratoria. El gran denominador común de toda índole de populismos es la causa que encuentran en el aumento de la desigualdad en las economías desarrolladas como consecuencia de la globalización. Ya sea mayor desigualdad entre *yuppies* y *blue collars* y *red necks* norteamericanos, entre británicos londinenses y provincianos, entre alemanes y griegos, o entre la clase media/alta y la clase baja/media en Suecia, Francia, Austria y otros tantos países europeos. El resultado, un populismo centrado en la resistencia a la desigualdad manifestada diversamente, ya sea con aranceles a importaciones en EE. UU., con *brexit* en Reino Unido, con oposición a la inmigración en Baviera, Austria, Holanda, Suecia..., o con presupuestos públicos más sociales en Italia y España. Todos ellos apuntando a un aumento de la participación de las rentas del trabajo en el PIB en detrimento de las rentas del capital.

Finalmente, las rentas conjuntas de recursos naturales, o precios ponderados de materias primas, también muestran una tendencia al alza impulsada por el petróleo, lo cual dificulta la sostenibilidad de las rentas de capital ante la presión alcista de las rentas del trabajo en las economías desarrolladas. La elasticidad de la demanda energética es baja, y con el principal productor marginal de mercado a plena capacidad (*shale oil*/estadounidense), la elasticidad de la oferta vuelve a ser cuando menos discrecional, es decir, en manos de la OPEP y de Rusia. Un escenario más bien favorable para que continúe la subida del precio del petróleo.

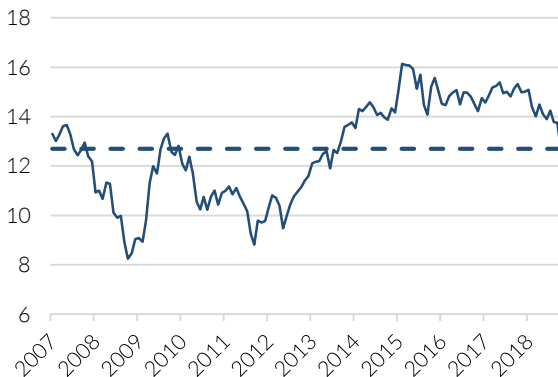
Valoración

La bolsa está más cara de lo que aparenta

Aunque poco útil para determinar los cambios de ciclo, abordamos obligadamente el factor valor/valoración, no para sumarnos a la popularidad y populismo de que goza, sino porque sí es útil para estimar la magnitud y duración de la tendencia.

Analizando la renta variable europea, el PER 2019e del Stoxx 600 se sitúa en 12,6x en línea con su media histórica desde 2007, y un 3% por debajo de la media desde 1985.

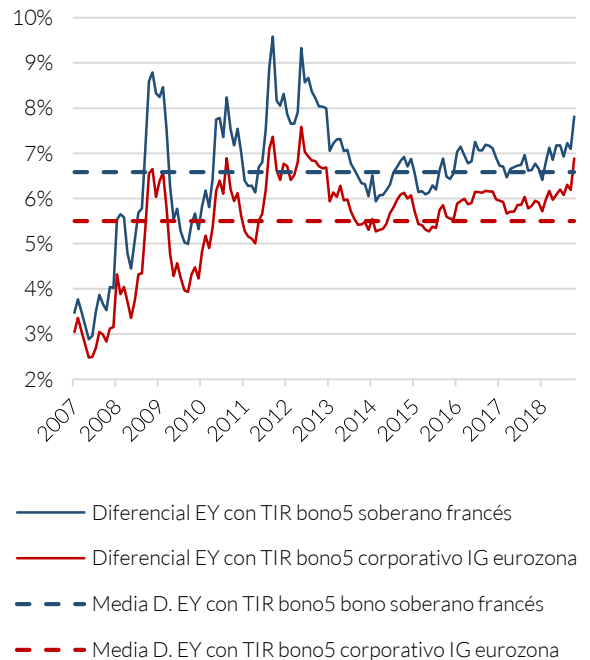
Gráfico 15 | P/E Stoxx 600



Fuente: Bloomberg

La valoración de la renta variable europea se presenta atractiva en relación a la renta fija, siendo el diferencial del *earnings yield* (inverso del PER o EY) respecto al bono nominal francés del 7,8% y del 6,9% respecto a la deuda corporativa IG. La explicación se puede encontrar en el elevado precio de la renta fija, tanto de gobierno como corporativa, consecuencia del ciclo monetario expansivo comentado. Conforme se normalicen las políticas monetarias actuales, esperamos un repunte de las rentabilidades de la renta fija que normalicen el diferencial con la renta variable.

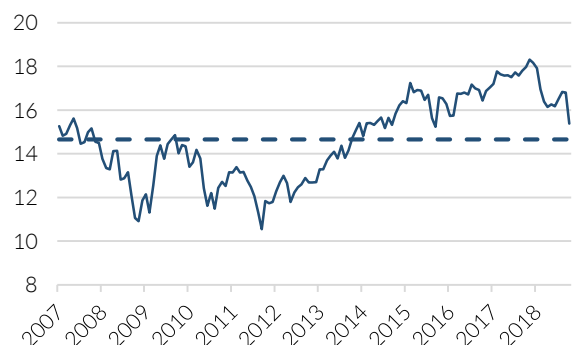
Gráfico 16 | Diferencial EY Stoxx 600 con TIR bono5 soberano francés e IG



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Respecto a la renta variable americana, el PER 2019e se sitúa en 15,2x, un 4% por encima de su media desde 2007, si bien la prima se reduce a 2% con la media desde 1985.

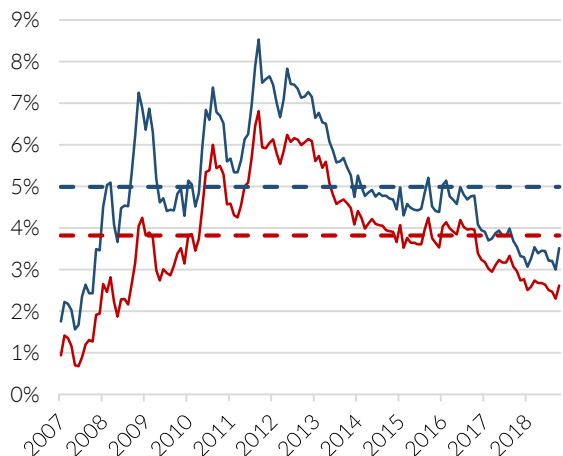
Gráfico 17 | P/E S&P 500



Fuente: Bloomberg

El diferencial del EY del S&P 500 se sitúa en 3,5% respecto al bono del tesoro y en el 2,6% respecto a la deuda corporativa IG, por debajo de las medias históricas desde 2007 del 5,1% y 4% respectivamente, lo cual no favorece a la renta variable americana.

Gráfico 18 | Diferencial EY S&P 500 con TIR bono5 del tesoro e IG



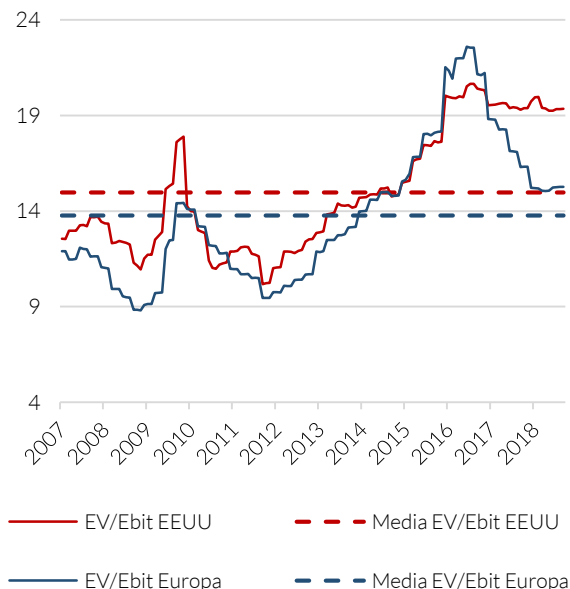
- Diferencial EY con TIR bono5 tesoro EEUU
- Diferencial EY con TIR bono5 corporativo IG EEUU
- - - Media D. EY con TIR bono5 tesoro EEUU
- - - Media D. EY con TIR bono5 corporativo IG EEUU

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

No obstante, la valoración por PER es algo engañosa, pues los beneficios empresariales actuales están inflados por el reducido nivel de tipos de interés, especialmente en el S&P 500, donde el nivel de endeudamiento financiero es elevado.

Consideramos los múltiplos operativos EV/ EBIT más fiables para el análisis histórico, ya que refleja la valoración del negocio, en vez de sólo una renta variable que puede verse distorsionada por divergencias históricas en nivel de endeudamiento y de curva de tipos.

Gráfico 19 | Europa/EEUU EV/Ebit



- EV/Ebit EEUU
- EV/Ebit Europa
- - - Media EV/Ebit EEUU
- - - Media EV/Ebit Europa

Fuente: Datastream, elaboración propia

En base a múltiplos operativos EV/EBIT, el mercado americano se encuentra un 24% por encima de su media histórica mientras que la renta variable europea cotiza con una prima del 9% respecto a su media histórica desde 2007. Al contrario que con los múltiplos PER, las primas aumentan si se calculan sobre las medias desde 1985.

Conclusión

El ciclo bajista continúa

El análisis monetario muestra una reducción en curso del exceso de liquidez, lo cual tendrá un impacto negativo en los precios de los activos de capital. Adicionalmente, el análisis del ciclo económico revela una próxima desaceleración de crecimiento y un aumento de la participación de las rentas del trabajo en detrimento de las de capital, lo cual acrecentará el impacto negativo sobre los precios de activos de capital.

En este contexto, es previsible que continúe la corrección bursátil, al contraerse tanto los beneficios empresariales como los múltiplos. Tras un periodo marcado por el aumento progresivo de las tasas libres de riesgo desde mediados de 2016, el año 2018 se caracteriza por un aumento de las primas de riesgo tanto en crédito como en renta variable. El cambio al

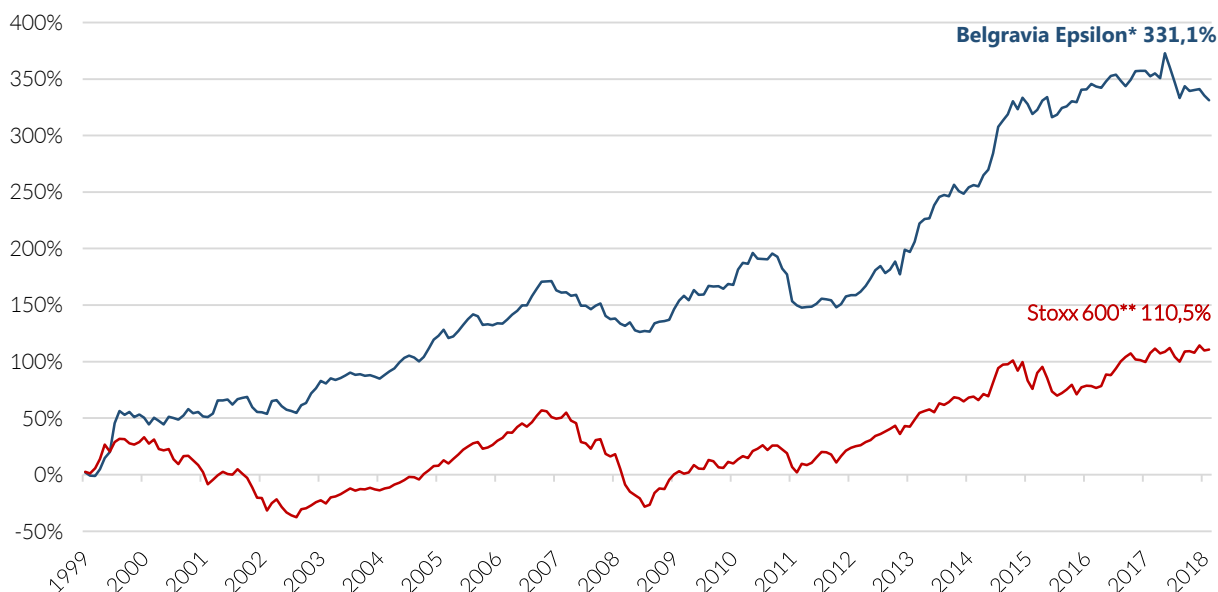
alza de la tendencia en las primas de riesgo es propio de periodos de fin de ciclo expansivo, anunciando la llegada de un nuevo ciclo de crecimiento económico por debajo del potencial. En esta tercera fase se materializa un estrechamiento de los márgenes empresariales acompañado por una desaceleración o retroceso en las ventas, lo que potencia el impacto negativo sobre los beneficios empresariales y precios bursátiles.

En términos financieros, si $P=D/(r+p-g)$, siendo P los precios bursátiles, D los dividendos en función de beneficios, r la tasa libre de riesgo, p la prima de riesgo y g el crecimiento en beneficios.

Estamos en la fase donde r lleva subiendo más de dos años, p lleva subiendo nueve meses, y D y g están aún por empezar a caer.

Perspectivas y gestión Belgravia

Gráfico 20 | Rentabilidad acumulada



* Desde Julio de 1999 hasta Agosto de 2004 el comportamiento histórico corresponde a Belgravia Beta SICAV, sociedad con la misma política de inversión que se fusionó con Belgravia Epsilon FI en Abril de 2017.

** La serie del Stoxx 600 incluye dividendos netos desde inicio

Fuente: Bloomberg

Durante el mes de enero, se recompraron la totalidad de los futuros Eurostoxx 50 que se mantenían vendidos desde abril 2017. La recompra de los futuros fue consecuencia de: i) las mejores perspectivas de la renta variable europea para la primera parte de 2018 y ii) la infravaloración del mercado de renta variable europeo comparado con el crédito según el modelo cuantitativo interno de Belgravia Capital (14% de infravaloración - niveles no alcanzados desde 2011).

Durante los meses de junio y julio, redujimos el riesgo de mercado de la cartera a niveles del 27% por NAV (61% largo - 34% futuros vendidos del Eurostoxx 50) debido al escaso potencial de revalorización como consecuencia del incremento de las primas de riesgo de crédito, lo cual redujo el grado de infravaloración de la renta variable respecto al crédito a tan solo un 6%. Adicionalmente, las perspectivas bursátiles para la segunda parte del año eran peores en base al

calendario de compras de bonos por los Bancos Centrales y al previsible aumento de los riesgos políticos.

Tras la corrección de octubre y según el modelo interno de Belgravia, el nivel de infravaloración actual de la renta variable respecto al crédito es del 10%. Sin embargo, aplicando la media de 94bp del iTraxx investment grade desde 2007 en vez del valor actual, la renta variable europea estaría 5% sobrevalorada. Teniendo en cuenta lo expuesto anteriormente sobre el ciclo monetario y económico y el todavía elevado grado de endeudamiento global, es previsible que las primas de riesgo de crédito continúen al alza para aproximarse a su media histórica. En consideración de lo anterior, las carteras de Belgravia mantienen un nivel de inversión de tan solo un 40%, con la mitad del riesgo de mercado asociado cubierto con la venta de futuros Eurostoxx 50.

En cuanto a la selección de valores, comenzamos 2018 con una exposición elevada a compañías de pequeña y mediana capitalización, como consecuencia de la estrategia de gestión adoptada en 2017, que dio sus frutos a finales de año.

Sin embargo, durante los primeros meses del año percibimos los primeros síntomas de agotamiento del ciclo con un comportamiento errático de las compañías en cartera, a menudo con independencia de la evolución del negocio. A su vez, nuestra cartera tenía una descorrelación elevada con el mercado, lo cual limitaba la eficacia de la cobertura con futuros Eurostoxx 50. Por ello, a finales del primer trimestre decidimos ir reduciendo la exposición a pequeñas y medianas compañías. En la actualidad, nuestra exposición en la cartera de contado es de 2/3 gran capitalización y 1/3 pequeña y mediana capitalización con un peso individual por NAV inferior al 1% para las *small* y *mid caps*. El nivel de exposición neto de Belgravia Epsilon actualmente es del 20% por NAV (40% la cartera de contado y 20% futuros vendidos de Eurostoxx 50) y de 16% ajustado por beta respecto al Stoxx 600.

Dada la fase actual de los ciclos monetario y económico, es previsible que el mercado bajista continúe durante los próximos meses, por lo que consideramos nuestro posicionamiento actual de carteras adecuado; si bien es probable que la proporción entre *large caps* y *small/mid caps* siga evolucionando a favor de los *large caps* hasta fin de año.

En cualquier caso, somos optimistas a medio plazo, ya que es más probable que la corrección bursátil europea concluya durante 2019 en base a las pautas de los ciclos bajistas observados desde el inicio del superciclo bajista europeo en 2000:

1. El último ciclo bajista, de julio 2007 a marzo de 2009, tuvo una duración de tan solo veinte meses, ya que los excesos de partida se encontraban en el mercado inmobiliario y no el bursátil.
2. El penúltimo ciclo bajista, de marzo 2000 a marzo 2003, se prolongó durante tres años, ya que entonces los excesos de valoración se encontraban en la renta variable por la burbuja financiera de internet-TMT.
3. En el ciclo actual, los excesos de valoración se centran en la renta fija y no en la renta variable, por lo que creemos que la duración de la corrección bursátil europea será relativamente corta, y ya llevamos nueve meses de corrección desde enero de 2018 o tres años y medio si nos remontamos a los máximos de marzo 2015.

Finalmente, hay que señalar que la consecución de alfa o rentabilidad extra por Belgravia a través de la selección de valores también tiene sus ciclos, donde un año malo como el actual suele presentarse en años de cambio de ciclo, para sucederle un periodo de varios años de generación de alfa y rentabilidad positiva.

En conjunto, teniendo en cuenta el ciclo bursátil que prevemos y el posicionamiento actual de Belgravia respecto al mismo, creemos que 2019 marcará el cambio a un nuevo ciclo positivo para el mercado bursátil europeo y para la generación de rentabilidad positiva por Belgravia mediante la selección de valores. El elevado nivel de liquidez en las carteras de Belgravia permitirá aprovechar la ocasión oportunamente.

Aviso legal

Este documento tiene una finalidad meramente informativa y no constituye, no forma parte y no debe considerarse como una oferta de venta o de suscripción de participaciones de las instituciones de inversión colectiva gestionadas por Belgravia Capital, S.G.I.I.C., S.A.. Todas las opiniones o declaraciones vertidas en este documento expresan nuestro parecer en el momento de su elaboración y pueden cambiar sin previo aviso; tampoco se pretende ni se garantiza, de modo implícito o explícito, que dichas opiniones o declaraciones sean exactas o completas. Belgravia Capital S.G.I.I.C., S.A. no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas ocasionadas, directa o indirectamente, por el uso de tales opiniones o declaraciones.

El valor de las participaciones de las instituciones de inversión colectiva gestionadas por Belgravia Capital S.G.I.I.C., S.A. puede tanto subir como bajar, y es posible que el inversor no recupere la totalidad del capital invertido. Todas las estimaciones de rentabilidad e indicaciones de resultados obtenidos en el pasado por las instituciones de inversión colectiva gestionadas por Belgravia Capital S.G.I.I.C., S.A. que se encuentran en este documento tienen un fin exclusivamente informativo y no puede interpretarse en modo alguno como garantía de rentabilidades futuras.

Este informe ha sido elaborado por:

Belgravia Capital SGIIC SA

Núñez de Balboa, 120. 4ºDcha.

28006 Madrid, España

Teléfono: (+34) 91 515 85 90

info@belgraviacapital.es