

Market Clip

22 de Noviembre de 2017

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

El mes de noviembre está siendo complicado

La mayor parte de las tendencias de los mercados desde septiembre se han dado la vuelta y están corrigiendo. A pesar de que a lo largo de las últimas tres semanas la bolsa mundial ha corregido de manera muy ligera y que el S&P 500 ha aguantado en positivo, los mercados europeos y japoneses han caído. Sectores que habían contribuido al rebote como bancos, energía y materiales están sufriendo. En los mercados de deuda el high yield está sufriendo, aunque en este caso más en EEUU que en Europa, y la deuda americana a largo plazo se ha comportado bien.

No nos preocupa en exceso. Por ahora es una corrección sana de las tendencias más fuertes. Creemos que merece la pena analizar los resultados empresariales para confirmar que la mejoría micro de este año está fundamentada.

En el gráfico 1 podemos ver cómo la tendencia habitual de revisión a la baja de las expectativas de beneficios a lo largo del ejercicio este año (2017) no se ha producido, sino que ha ocurrido lo contrario. En todo el mundo los beneficios empresariales han crecido. Esto permite que la subida de las bolsas de 2017 se haya absorbido, en parte, sin un encarecimiento de unos múltiplos, que en algunos casos ya eran exigentes. De cara a 2018 la tendencia parece mantenerse. Veremos crecimiento de beneficios que debería permitir una ligera apreciación de las bolsas sin necesidad de que la valoración se encarezca.

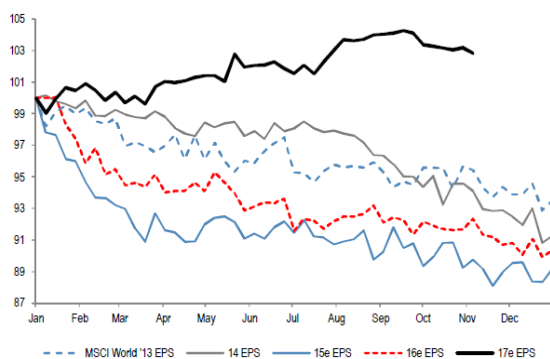
Revisemos la publicación de beneficios del tercer trimestre:

Tras la habitual revisión a la baja de las expectativas en las semanas previas a la publicación trimestral, los resultados han batido ligeramente las previsiones en todas las grandes áreas geográficas. En Japón el crecimiento ha sido de un 16% vs el tercer trimestre de 2016, seguido por la zona euro (+10%) y EEUU (+6%).

“La mayor parte de las tendencias de los mercados desde septiembre se han dado la vuelta y están corrigiendo”

“No nos preocupa en exceso. Por ahora es una corrección sana de las tendencias más fuertes”

1. Movimiento de las expectativas de BPA YTD 17e del MSCI World vs años anteriores



Fuente: IBES

2. Estimaciones de PER y Crecimiento de Beneficios

	23-12-16		17-11-17		2018	
	PER y Crecimiento de Beneficio (Diciembre 2016) 2017		PER y Crecimiento de Beneficio (esperado hoy) 2017		PER y Crecimiento de Beneficio (esperado hoy) 2018	
	PER 17e	Cto B* 17e	PER 17e	Cto B* 17e	PER 18e	Cto B* 18e
Europa	14,9	13,8%	16,1	12,1%	14,8	9,1%
EEUU	17,4	12,1%	20,4	10,3%	18,2	11,9%
Japón**	14,9	9,9%	15,2	18,8%	14,5	5,2%
EM	11,5	12,9%	13,8	22,1%	12,5	12,5%
UK	14,6	20,1%	15,0	20,5%	14,0	6,5%

** Año Fiscal - Marzo 2016 -17

Fuente: Alantra y Morgan Stanley

Las ventas también han sido fuertes. Acumulando cifras, el crecimiento ha sido del 5% tanto en EEUU como en Europa, y de un 8% en Japón. Sin embargo, en la zona euro el número de empresas que ha publicado mal ha crecido (en número, no en acumulado que es positivo), especialmente en las empresas exportadoras, por lo que creemos que esto se debe fundamentalmente a la lógica correlación con la divisa. El encarecimiento del euro ha costado dinero a los negocios que venden en euros. En el gráfico 4 podemos ver la correlación entre fuertes movimientos de la divisa y ventas en nuestra área monetaria. Sin embargo, esas menores ventas se han convertido en mayores beneficios, probablemente porque el exceso de capacidad de la zona euro está permitiendo un mayor control de costes que en EEUU, el cual está en una fase más avanzada del ciclo.

“Los resultados han batido ligeramente las previsiones en todas las grandes áreas geográficas”

De cara al último trimestre del año, las expectativas van a ser más difíciles de batir. El consenso espera un crecimiento del 9% para Europa y del 12% para EEUU. No obstante, dado que un 57% de las empresas del S&P 500 han elevado sus expectativas recientemente y que el sector energético está dando alegrías y tiene una baja base para las comparaciones, puede que también sea posible batir ligeramente el consenso.

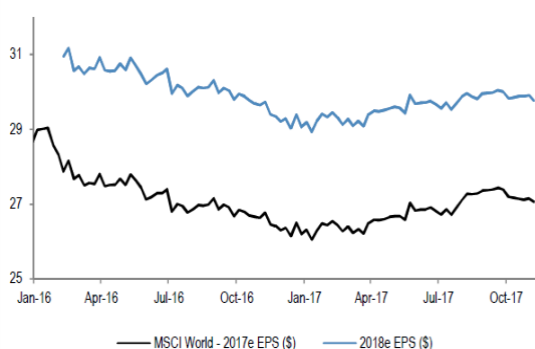
“Sectorialmente el sector energético es el que más ha aportado a los beneficios”

Sectorialmente, casi todos los sectores han publicado mejor de lo esperado, y las industrias que más han aportado son energía (el que más con diferencia) y tecnología (tanto en EEUU como en Europa). De hecho, sin el sector energético, el crecimiento de BPA habría sido sólo del 5% en Europa y del 4% en EEUU, por lo que la fortaleza mantenida del precio del petróleo será importante para el año que viene.

Creemos que la mejoría de la situación macro está apuntalada por el crecimiento de beneficios, y que nuestras apuestas por Japón y Europa además están apalancadas por unas valoraciones más atractivas. A pesar de esto, las turbulencias políticas en Europa de las últimas semanas (España y Alemania) han podido enfriar los ánimos de los inversores extranjeros. Era fácil ver en el afán reformista de un Macron aliado con Merkel la posibilidad de fraguar unas necesarias reformas estructurales en la zona euro que por ahora van a tardar más en llegar. Aun así, los números sostienen nuestra visión positiva.

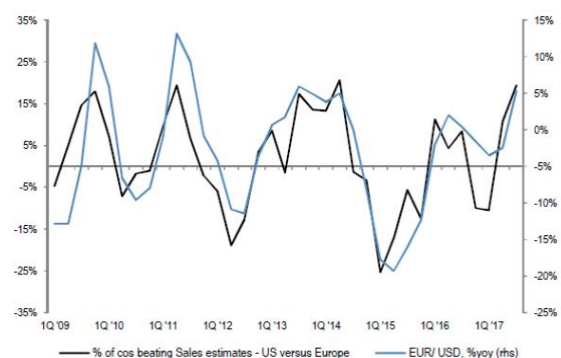
“La mejoría de la situación macro está apuntalada por el crecimiento de beneficios”

3. Estimaciones de BPA 2017e y 2018e del MSCI World



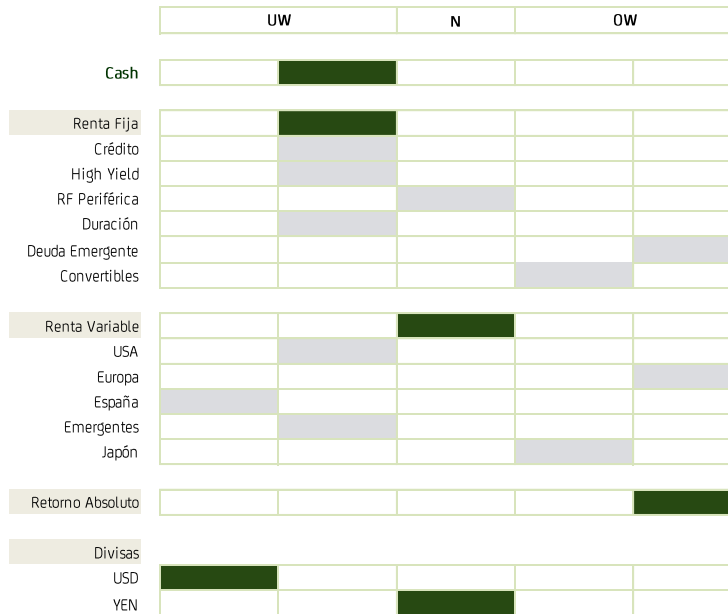
Fuente: IBES

4. Porcentaje de las compañías que superan las estimaciones de ventas en US vs Europa y correlación con el EUR/USD



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan

Ponderación de las carteras respecto a los índices



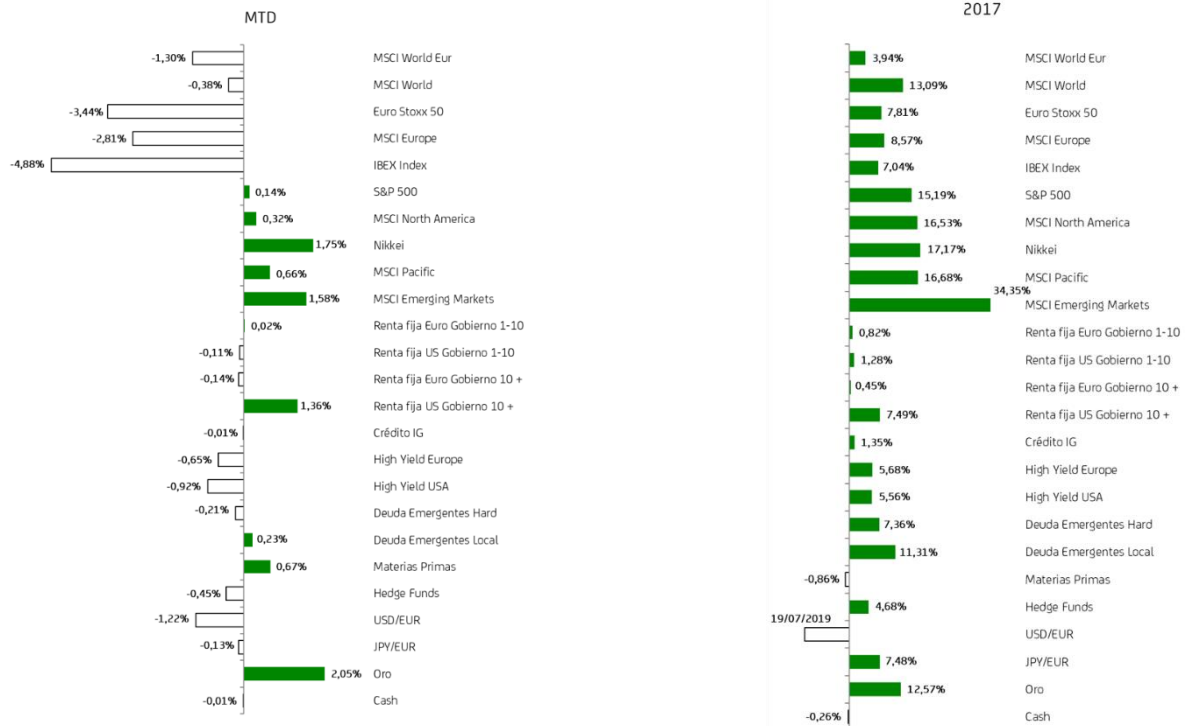
Fuente: Alantra Wealth Management

Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 17/11/2017)
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)
Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Padilla, 17, 4ª Planta - 28006 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. o Alantra Wealth Management Agencia de Valores, S.A. (en adelante "Alantra Wealth Management") con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email infoalantrawm@alantra.com.

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email infoalantrawm@alantra.com.

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza