

Market Clip

21 de Febrero de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

¿Qué hemos aprendido durante la corrección?

Las bolsas rebotaron el pasado miércoles a pesar de que el dato de inflación que se publicó en EEUU fue malo. La renta fija gubernamental no ha rebotado. Ahora que las aguas parecen más tranquilas, ¿podemos aprender algo de lo que ha ocurrido?

Creemos que la inflación seguirá subiendo, pero que no romperá unos niveles que fueren a los bancos centrales a ser mucho más contundentes, pero que sí lleve a una corrección de los bonos. El entorno macro sigue siendo muy bueno, y seguimos siendo optimistas. En resumen, **esperamos rentabilidades buenas de las carteras en 2018, pero con mucha más volatilidad que en 2017.** Una de las razones de que hayamos mantenido la cautela durante la corrección es que los bonos no han corregido demasiado, pero a diferencia de la bolsa, los bonos gubernamentales, no han rebotado. **¿Podríamos ver a los bonos poco a poco ir pagando más a base de episodios como el actual? Sería un buen escenario que permitiría construir carteras más sólidas:**

- **Los bonos todavía no están compensando las caídas de la bolsa.** Durante los primeros compases de la corrección, las bolsas caían sin que los bonos rebotasen. Por tanto, el inversor tradicional, con bonos y acciones en su cartera no se benefició de los históricos efectos diversificadores. Aunque en determinado momento de la corrección sí que vimos algo de rebote de los bonos, no fue significativo. Niveles cercanos al 3,5% en el bono a 10 años americano (hoy 2,88%), pero bastante más altos que los actuales en la zona euro (hoy 0,7%) podrían empezar a actuar como diversificadores. Estamos cerca en EEUU pero aún lejos en Europa.
- Hay que buscar otros diversificadores. La poca presencia de renta fija en nuestras carteras nos lleva a buscar otros diversificadores. Un poco de peso en dólar, oro y Yen aportan algo de diversificación, aunque nunca tendríamos tanto como en la renta fija, activo en el que nos encantaría tener más peso si pagase algo razonable. En los primeros compases de la corrección, el oro, el Yen o las coberturas de crédito no ayudaron a las carteras. Sin embargo, conforme se agudizó la caída, empezaron a funcionar. Ahora que el mercado está alerta, sería lógico que funcionasen antes y mejor.

“ El entorno macro sigue siendo muy bueno, y seguimos siendo optimistas, pero esperamos mucha más volatilidad ”

“ La inflación seguirá subiendo pero no como para forzar a los bancos centrales a ser mucho más contundentes ”

1. Los tipos en EEUU en niveles importantes



Fuente: Bloomberg

2. Pero en Alemania parecen fáciles de romper



Fuente: Bloomberg

• **La inflación importa. Si sube, impulsa los tipos al alza.**

Hemos podido constatar que, si la inflación se eleva más de lo descontado, impulsa a los tipos al alza y a las bolsas a la baja, aunque gracias al buen entorno macro, hay un suelo en las bolsas. Nosotros creemos que la inflación seguirá subiendo, pero que no va a romper niveles críticos ni podrá llevarse a los tipos a niveles que supongan una amenaza. La economía depende demasiado de tipos bajos, si estos se elevasen, harían que se desplomasen las expectativas de crecimiento, devolviendo a los tipos a niveles más bajos. Dicho eso, seguimos creyendo que puntualmente veremos datos inesperadamente altos de inflación que pondrán nerviosos a los mercados. Lo mismo podría ocurrir con mensajes inesperadamente duros de los bancos centrales (actas de la FED hoy, Powell estos días...)

• **El crédito quiere aguantar**, pero tras varios días de caídas empezó a corregir mostrando falta de liquidez. **El crédito nos preocupa. Está muy caro.** Durante los primeros compases de las caídas aguantó. Pero tras varios días empezó a caer, y la situación real era peor que la que muestran los precios de los índices: las horquillas entre precio de compra y de venta se abrieron sustancialmente. Lo que ha ocurrido es normal. Con las primeras caídas, los inversores prefieren vender antes lo más líquido (bolsa) y mantienen la renta fija privada. Pero más adelante se ven obligados a soltar. Creemos que si volvemos a ver una corrección, podríamos ver una caída del crédito más rápida.

• **Determinados “nuevos” problemas. Durante los últimos años, la volatilidad ha sido baja en muchos activos, y las correlaciones entre ellos, atípicas.** Por tanto, ha aumentado la inversión cuantitativa que busca invertir en activos que ofrecen un ratio rentabilidad/riesgo especialmente atractivo (algunos apalancados). Cuando se rompe la tendencia de esos ratios, se ven forzados a vender. Además, ha aumentado sustancialmente la inversión pasiva. Por todo ello, cuando se rompen las tendencias, se producen correcciones más intensas.

“ Los bonos todavía no compensan las caídas de la bolsa”

“ Las empresas americanas han batido en gran medida las expectativas de beneficios de consenso”

Resultados empresariales.

En Estados Unidos, la temporada de resultados está terminando. Las empresas americanas han batido en gran medida las expectativas del consenso.

Sorprendentemente la reforma fiscal no ha tenido un efecto muy positivo a corto plazo. El último trimestre de 2017 impacta negativamente en las cuentas de la mayoría de las empresas, aunque positivamente en las previsiones de 2018. Muchas empresas ya han incorporado a sus cuentas el impuesto sobre los beneficios que se obtienen en el extranjero, que se repatriarán a principios de año.

Pero las previsiones de 2018 serán buenas en general, y tendremos que ver en qué emplean el exceso de liquidez: ¿subidas salariales, dividendos, recompra de acciones, repagos de deuda o inversión?

3. EL mercado espera un repunte de la inflación subyacente, pero por debajo del 2%



Source: Bureau of Economic Analysis, Morgan Stanley Research forecasts

Fuente: Morgan Stanley

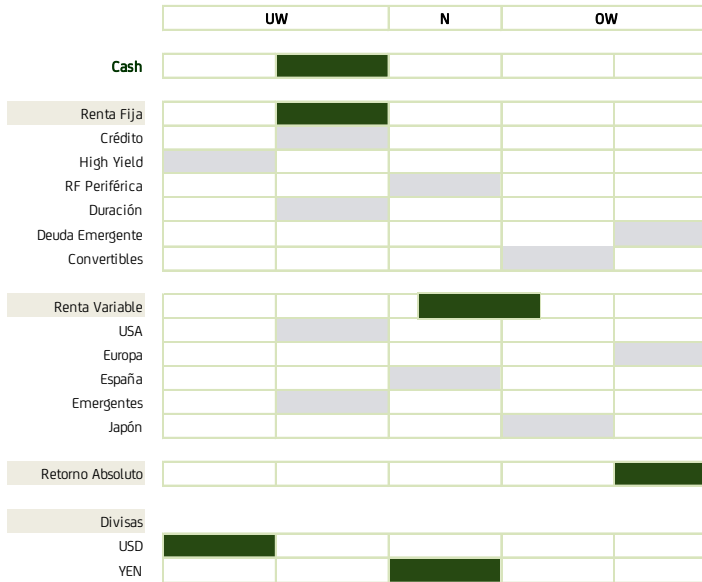
4. Fuera de EEUU la bolsa sigue teniendo más atractivo que los bonos (ERP)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Fuente: Bloomberg and Morgan Stanley

Ponderación de las carteras respecto a los índices



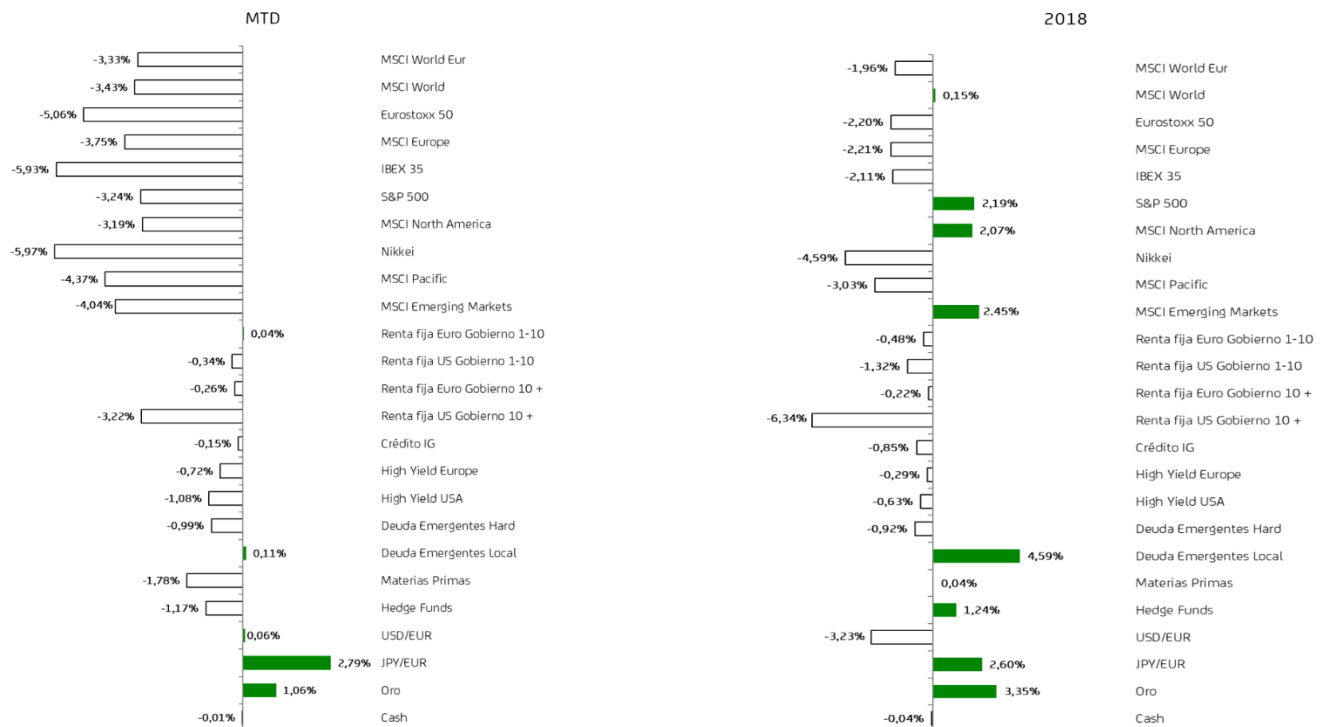
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 16/02/2018)
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