

Market Clip

4 de Abril de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Revisión mensual de nuestra distribución de activos

A pesar de la volatilidad del mercado, no cambiamos las grandes líneas de nuestro *asset allocation*, aunque sí los pesos sectoriales. Nos mantenemos cerca de la neutralidad en bolsa y con muy poco peso en crédito.

Macro:

Seguimos estando en un muy buen entorno de crecimiento macroeconómico. Recientemente hemos visto datos algo más suaves en Europa y en EEUU, los datos de confianza siguen fuertes, pero los datos publicados se están frenando también. En el gráfico 1 podemos ver cómo las predicciones de PIB de la FED de Atlanta, (que sólo se hacen con datos publicados y no con estimaciones), están en el rango bajo de previsiones, y cercano al 2%.

Esta suave desaceleración del crecimiento de los países desarrollados es positiva porque frena un potencial recalentamiento y retrasa la urgencia de endurecer la política monetaria. De hecho, las estimaciones de inflación ya se han suavizado. La pega es que, al haberse reducido las expectativas de inflación, la potencial reacción a una sorpresa negativa puede volver a ser relevante y debemos recordar que el día 11 de este mes se publicará un dato de inflación, año sobre año de marzo, importante. Nos preocupa, dado que el dato de marzo del año pasado fue muy bajo, y por tanto el dato comparativo podría ser elevado.

Respecto a los países emergentes, creemos que la macro (en términos generales) es especialmente buena, con buenas noticias de crecimiento, de inflación y de tipos. Dado que muchos de estos países han pasado recientemente por un periodo de lucha contra la inflación, en estos momentos tienen hueco para poder bajar tipos.

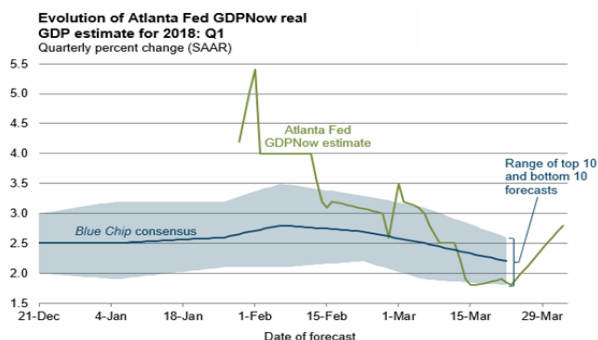
Valoraciones:

Las caídas de los mercados, de la TIR de los bonos y el crecimiento de beneficios han suavizado ligeramente las valoraciones. Esto ocurre tanto por PER como por el atractivo respecto a los bonos (dado que la TIR de los bonos alemán y americano ha caído en marzo, el atractivo de la bolsa es mayor). Pero seguimos sin ver una mejora relevante en la valoración de la bolsa americana que la lleve a niveles atractivos. Seguimos considerando que la valoración de Europa tiene mayor atractivo por valoración, aunque debemos destacar el riesgo de un posible ataque arancelario de EEUU contra la zona euro. Mientras tanto, la bolsa emergente sigue teniendo una valoración que la hace muy atractiva.

“La suave desaceleración del crecimiento de los países desarrollados es positiva porque frena un potencial recalentamiento y retrasa la urgencia de endurecer la política monetaria”

“Las caídas de los mercados, de la TIR de los bonos y el crecimiento de beneficios han suavizado ligeramente las valoraciones”

1. PIB de EEUU estimado de la FED de Atlanta



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
 Note: The top (bottom) 10 forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

Fuente: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

2. Datos y múltiplos sectoriales S&P 500

Sector Dashboard	S&P 500											
	S&P 500	Ene	Fin	Tech	Mat	H.C.	Ind	Disc	Tel	Stap	REITs	Util
Revenues												
2017 Growth (%)	6.6	22.6	4.3	10.6	8.3	6.5	4.8	5.3	-0.9	3.0	6.9	2.6
2018 Growth (%)	6.7	14.9	3.8	10.2	7.5	6.0	5.1	7.1	2.5	3.6	5.0	1.5
Revisions (%)	2.5	6.5	2.0	2.6	2.7	2.4	2.9	3.0	0.4	1.0	2.2	-2.5
Earnings												
2017 Growth (%)	11.8	361.6	8.4	17.3	13.1	8.8	3.0	7.2	-0.2	6.4	3.6	2.8
2018 Growth (%)	19.4	60.9	20.5	17.3	23.0	11.6	20.6	16.7	15.6	11.3	4.9	4.9
Revisions (%)	10.7	27.5	14.7	8.2	3.4	7.8	13.2	11.5	15.9	6.4	0.6	2.7
Valuation												
P/E (tt)	16.9	18.8	13.5	19.1	16.6	15.9	17.3	20.3	19.8	17.5	16.0	16.0
FCF Yield (%)	4.2	2.8	4.9	4.4	4.2	5.0	3.3	3.7	5.9	4.7	4.8	-1.2
P/B (tt)	3.4	1.8	1.6	6.2	2.9	4.2	4.9	5.5	2.1	4.5	3.1	1.9
Other Fin. Metrics												
Cash-to-Assets (%)	12.0	5.0	n.m.	30.8	7.6	15.4	9.1	9.0	7.2	8.5	3.6	1.2
Net Debt-to-Equity (%)	61.5	39.4	n.m.	-8.6	55.2	38.4	88.8	121.2	153.0	79.0	110.2	147.1
Return on Equity (%)	15.9	3.9	8.0	25.9	19.1	22.7	23.0	23.1	21.4	23.4	17.1	10.9
Shareholder Returns												
Dividend Yield (%)	1.8	2.9	1.8	1.1	1.8	1.6	2.0	1.2	5.9	2.9	3.4	3.6
Buyback Yield (%)	1.8	0.6	3.1	1.6	0.7	1.5	1.9	2.4	0.1	2.3	-1.6	-0.8

Key: Top 4 Sectors | Middle 3 Sectors | Bottom 4 Sectors

Fuente: Credit Suisse

Distribución de activos:

Seguimos apostando por bolsa frente a renta fija, ya que creemos que tiene mayor potencial de revalorización en esta fase del ciclo. Sin embargo, mantenemos un peso cercano a la neutralidad y recientemente hemos empezado a comprar deuda americana, pero mantenemos una exposición de crédito y duración europea muy baja.

En bolsa, seguimos prefiriendo estar expuestos a bolsa europea frente a bolsa americana y aunque nos atraen los países emergentes, el relevante peso que tenemos en renta fija emergente nos empuja a tener poco peso en bolsa en estos países.

Este mes hacemos un cambio relevante a nivel sectorial adoptando una exposición más neutral o menos cíclica. Hasta ahora hemos estado sobre ponderados en el sector financiero, en energía y en materiales. Reducimos ligeramente el sesgo cíclico: reducimos la sobre ponderación en bancos (pero seguimos estando largos), reducimos el peso en materiales hasta la neutralidad, y aumentamos ligeramente el peso en energía, en Telecom (hasta la sobreponderación) y en Farma.

La reducción en bancos no es relevante, ya que seguiremos estando más expuestos que el índice, y eso que el peso del sector es del 18%. Pero desde junio del año pasado, ha acumulado una rentabilidad del 50% en Europa. Ha pasado de ser un sector en el que había poca representación institucional a ser un largo generalizado, y la supuesta inflación que iba a empujar hacia arriba a los tipos de interés sigue siendo suave.

Energía no se ha comportado como esperábamos, pero va a ser el generador de una parte importante del crecimiento de beneficios este año, tiene poca deuda y probablemente tenga un incremento de dividendos generalizado este año.

Aumentamos el peso en telecoms y en farma para moderar nuestro sesgo pro cíclico, aunque creemos que todavía no es momento de ponerse claramente largos de sectores defensivos como eléctricas con dividendos altos, porque podrían sufrir si suben los tipos como creemos que pasará. Nos cuesta tomar una decisión clara sobre tecnología, es cierto que se merece una prima de valoración en un mundo sin crecimiento, pero parece ser el objetivo de cambios y ataques regulatorios, y las valoraciones son exigentes. Mantenemos nuestra ligera exposición consecuencia del poco peso que tenemos en EEUU.

En renta fija mantenemos una duración baja en el agregado de las carteras, aunque la hemos elevado en marzo, especialmente comprando deuda americana a diez años a niveles atractivos, y si la TIR de los bonos sigue cayendo, desharemos las posiciones. Seguimos muy cortos de crédito, que ha vuelto a corregir en marzo. Seguimos prefiriendo estar expuestos a deuda emergente, que está pagando por el riesgo asumido.

Las divisas refugio son hoy una de las pocas coberturas a un precio razonable. Tenemos un peso relativamente bajo en dólares y algo de yenes en las carteras. Seguimos considerando que el mercado no está preparado para un anuncio de subidas de tipos del BCE en 2019, y preferimos ser prudentes con el peso en dólares a pesar de que suele actuar como valor refugio. A corto plazo, no nos extrañaría que rebotase tras la fuerte corrección que acumula desde principios del año pasado.

“Seguimos sin ver una mejora relevante en la valoración de la bolsa americana que la lleve a niveles atractivos”

“Continuamos apostando por bolsa frente a renta fija, ya que creemos que tiene mayor potencial de revalorización en esta fase del ciclo”

“Recientemente hemos empezado a comprar deuda americana, pero mantenemos una exposición de crédito y duración europea muy baja”

3. Comportamiento sectores globales en marzo

Local Ccy	March-18 (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Utilities		3.6	3.7	4.9	3.6	1.2
Real Estate		2.2	3.6	4.5	0.5	1.9
Energy		0.6	1.9	-0.7	0.2	-1.8
Consumer Staples		-0.1	-0.9	0.7	2.5	-0.0
Telecommunication Services		-1.7	-1.0	-2.1	-2.6	-1.8
Health Care		-1.9	-3.0	0.9	-0.9	-0.2
Industrials		-2.5	-2.6	-2.3	-2.8	-2.1
Consumer Discretionary		-2.8	-2.5	-1.8	-3.5	-6.1
Information Technology		-3.1	-3.7	-3.6	-2.9	-0.7
Materials		-3.7	-4.0	-4.0	-4.4	-3.1
Financials		-3.8	-4.0	-5.0	-3.2	-2.4

Fuente: Datastream, MSCI, Morgan Stanley Research

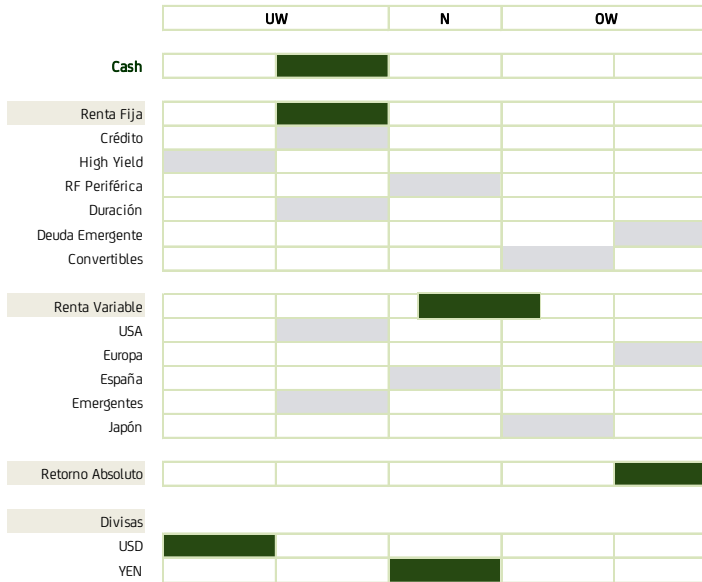
4. PER 2018 esperado en diciembre 2017 y ahora

	15/12/2017		29/03/2018	
	PER y Crecimiento de Beneficio (esperado el 15/12/2017) 2018		PER y Crecimiento de Beneficio (esperado hoy) 2018	
	PER 18e	Cto Bº 18e	PER 18e	Cto Bº 18e
Europa	14,9	8,9%	14,1	7,9%
EEUU	18,7	12,0%	17,0	19,8%
Japón **	14,6	3,6%	13,3	34,5%
EM	12,2	13,2%	12,2	14,8%
UK	14,3	6,3%	13,3	7,6%

** Año Fiscal-Mayo 2018-19

Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices



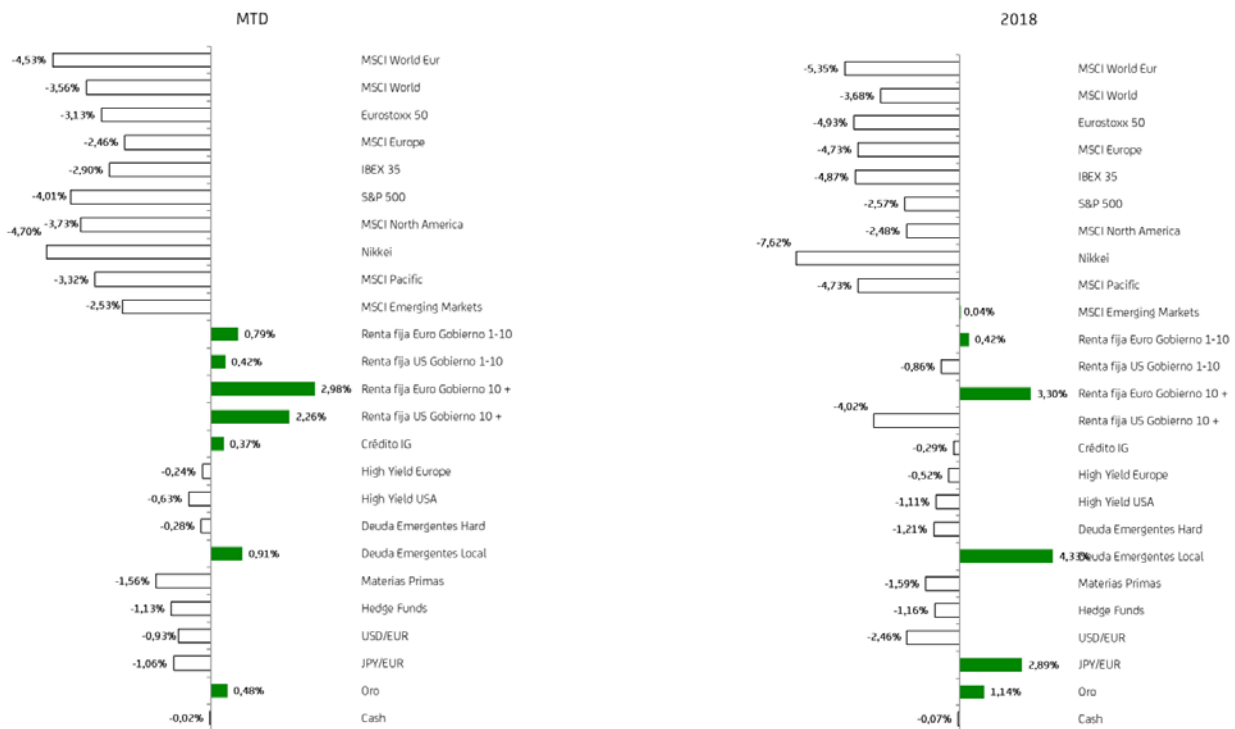
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 28/03/2018)
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