

## Market Clip

19 de Abril de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

### ¡Es el turno de la micro!

**La situación macro, siendo muy buena, se ha desacelerado ligeramente desde enero.** Ahora que estamos en temporada de publicación de resultados, necesitamos que la micro sea buena para que las bolsas den otro paso hacia arriba.

**A pesar de que seguimos preocupados con la alta valoración del crédito (en todo el mundo) y de la bolsa americana,** creemos que la situación macro y micro y la fase del ciclo, podrían permitir aún volver a los máximos de enero.

**Probablemente a esos niveles nos planteemos bajar el peso en bolsa.** No porque pensemos que no hay mayor potencial de subida, sino porque estamos en una fase avanzada del ciclo. Creemos que un entorno de subidas de tipos y altas valoraciones en algunos activos va a conllevar una alta volatilidad, y nos gustaría ser algo más tácticos.

**Por ahora, hemos moderado la agresividad de nuestras carteras reduciendo la ciclicidad sectorial de estas, comprando bonos americanos y algo de yenes y de oro.** Estos tres activos junto con el dólar son diversificadores naturales que creemos que nos ayudarán cuando el mercado vuelva a girar.

#### 1.- La situación macro, siendo muy buena, se ha desacelerado desde enero.

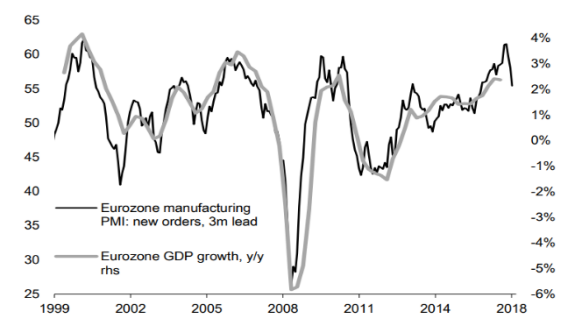
Aunque el panorama económico sigue siendo francamente bueno, las expectativas de crecimiento se han suavizado sustancialmente en Europa, y se están revisando a la baja en EEUU.

- **En el gráfico 1 podemos ver cómo el PMI de nuevas órdenes de la zona euro ha pasado de 60 a 56.** El primer nivel era insostenible, e implicaba un crecimiento del PIB cercano a 4%. Los niveles actuales son más realistas y compatibles con un crecimiento del PIB algo superior al 2%.

*“La situación macro, siendo muy buena, se ha desacelerado ligeramente desde enero”*

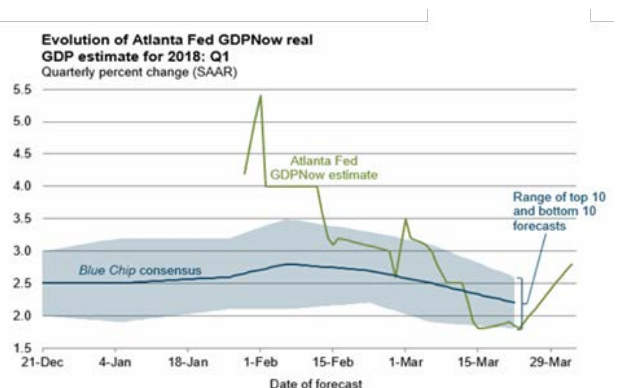
*“Necesitamos que los resultados en EEUU sean buenos (y creemos que lo serán) para que las bolsas mundiales den otro paso hacia arriba”*

1. El PMI de nuevas órdenes de la zona euro son consistentes con el crecimiento del PIB



Fuente: Thomson Reuters, Markit, Credit Suisse research

2. PIB de EEUU estimado de la FED de Atlanta



Fuente: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

- **En el gráfico 2 podemos ver las predicciones de PIB americano de la FED de Atlanta.** Estas se hacen con datos publicados y no con estimaciones. Como podemos observar, la media de las estimaciones está bastante por encima de los datos reales y estos están en línea con las expectativas de los economistas más pesimistas.
- **Al mismo tiempo, podemos ver cómo la inflación en EEUU, poco a poco, está subiendo. La inflación general es ya del 2,4%.** En el gráfico 3 podemos observar la lenta tendencia al alza de la inflación subyacente (excluye energía y alimentos sin elaborar), que ya supera el nivel del 2% que vigila la Reserva Federal.
- **A un crecimiento algo más suave y una inflación algo más alta** hay que añadirle el incremento de barreras arancelarias de Trump y China, mayor inestabilidad en Oriente Medio y unos niveles de volatilidad que no se veían desde hace años. Estos factores podrían pesar también a futuro en el optimismo de los inversores.

“Necesitamos que la micro americana sea buena (y creemos que lo será) para que las bolsas mundiales den otro paso hacia arriba

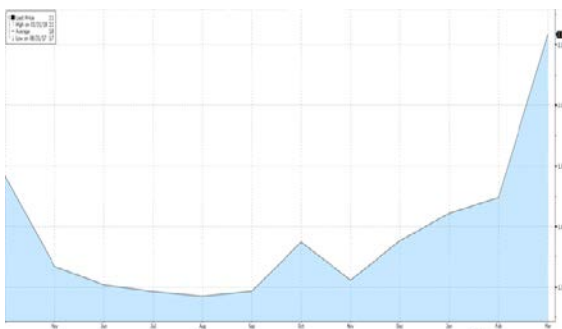
**2.- Necesitamos que los resultados en EEUU sean buenos (y creemos que lo serán) para que las bolsas mundiales den otro paso hacia arriba.**

- **Hay razones para el optimismo.** Desde mediados de diciembre del año pasado, las expectativas de crecimiento de beneficios americanas no han parado de crecer gracias a la reforma fiscal que aprobó Trump. Hemos pasado de esperar un 12% de crecimiento de beneficios a un 19,8%. Es fundamental que las expectativas se conviertan en realidad, ya que del PER 2018 actual (tabla 4) de 17,6 veces, podríamos pasar a 20 sólo con que los beneficios crezcan un 10% en lugar del 19,8% esperado. Por tanto, es el momento de que las empresas confirmen los buenos datos de este trimestre y sus expectativas a medio plazo.
- **Además, el primer trimestre puede ser especialmente bueno,** porque se notará el impacto positivo de la reforma fiscal, donde el recorte impulsa el BPA, pero sin todavía notar los efectos de un incremento del capex inherente a un mayor ahorro. Además, este trimestre las compañías no han bajado *guidance* como suelen hacer justo antes de la temporada de resultados.

“Empezamos a plantearnos bajar el peso en bolsa si el rebote continua”

Por tanto, creemos que las bolsas mundiales pueden celebrar una buena temporada de publicación de beneficios en EEUU, pero empezamos a plantearnos bajar el peso en bolsa si el rebote continua.

3. IPC subyacente de EE.UU.



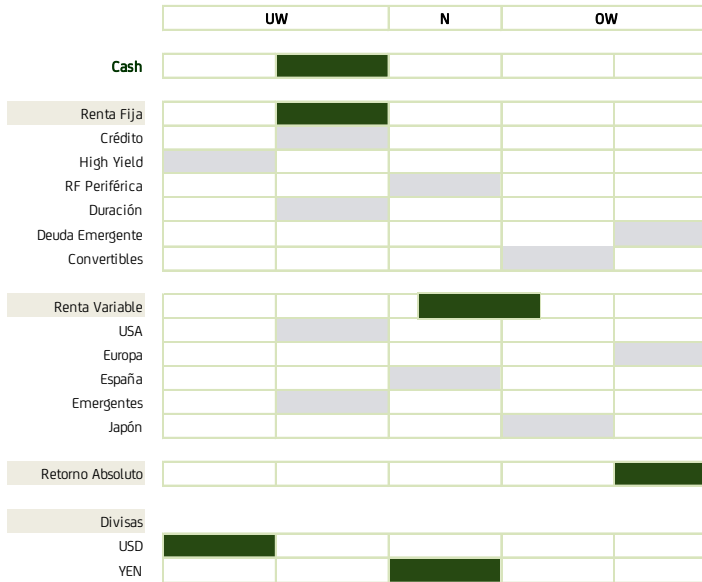
Fuente: Bloomberg

4. PER 2018 esperado en diciembre y ahora

	15/12/2017		13/04/2018	
	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%	14,5	8,0%
EEUU	18,7	12,0%	17,6	19,8%

Fuente: Alantra y Morgan Stanley

## Ponderación de las carteras respecto a los índices



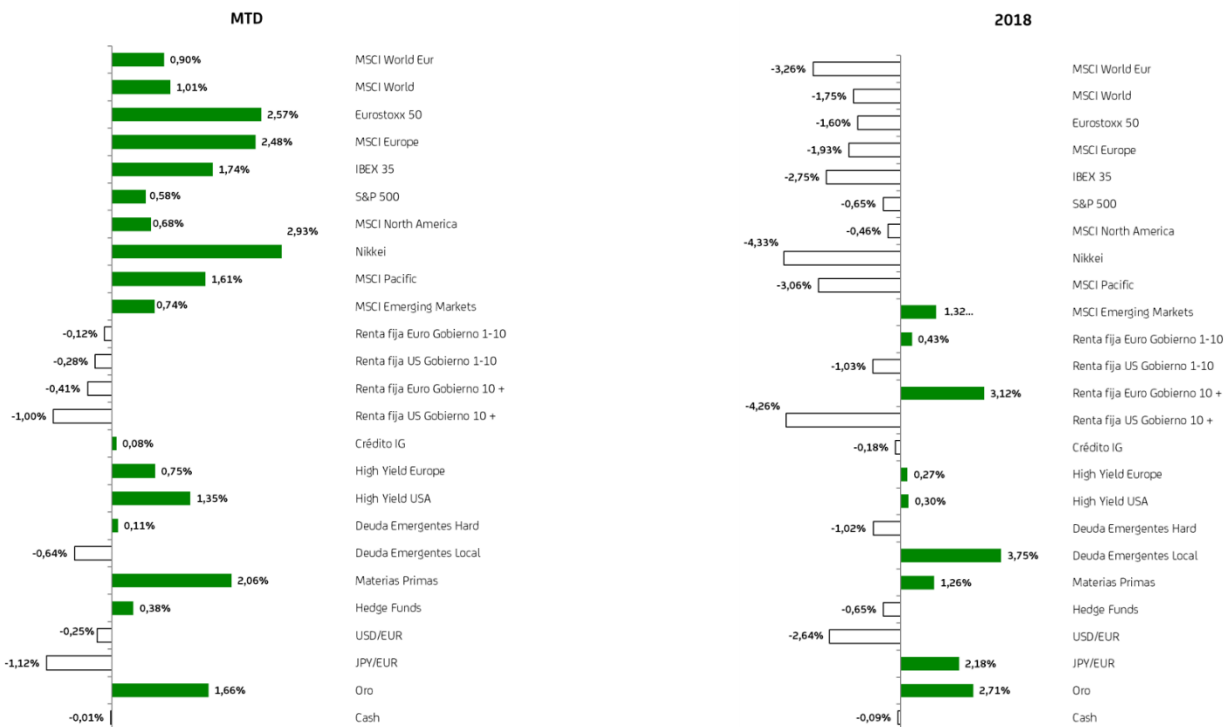
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 13/04/2018)  
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](mailto: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](mailto: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](http://www.alantrawealthmanagement.com)

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