

Market Clip

26 de Abril de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

¿Por qué están tan volátiles los mercados?

A principio de año reflejábamos una visión positiva respecto a la renta variable (la cual mantenemos). En este documento vamos a intentar explicar con datos el fuerte incremento de la volatilidad de las bolsas desde entonces. Desde principio del ejercicio el S&P y el Euro Stoxx 50 han llegado a tocar máximos de +7,4% y +4,8% y mínimos de -3,5% y -6,4% para estar el viernes pasado casi planos: -0,1% y -0,3%.

Como resumen, el mercado debe adaptarse a un entorno ligeramente diferente: **1) la micro sigue muy fuerte en EE.UU.**, pero **2) el crecimiento económico se está desacelerando ligeramente** en el mundo desarrollado, y **3) como la inflación sigue subiendo poco a poco** en EE.UU., la Reserva Federal continúa endureciendo su política monetaria. Históricamente se han admitido PERes más altos con inflación y tipos bajos, pero ahora ambos están subiendo. El mercado se tiene que adaptar a un nuevo régimen, lo que **4) está provocando mayor volatilidad**, especialmente en EEUU.

“El mercado debe adaptarse a un entorno ligeramente diferente, con crecimiento ligeramente menor y tipos e inflación más altos”

Analicemos cada uno de estos hechos.

1.- Beneficios empresariales.

En el gráfico 1, podemos ver cómo en la mayor parte de los ejercicios desde 2007, las expectativas de crecimientos de beneficios del S&P 500 no se han cumplido. El único año en el que las expectativas se han visto fuertemente sobrepasadas fue en 2010 y, **2018 parece que también va a ser mucho mejor de lo esperado, lo que es francamente positivo. El consenso esperaba un 12% de crecimiento a principios del ejercicio y ahora un 19%.** En Europa la situación, siendo buena, no es tan positiva; tras batir ligeramente estimaciones en 2017, a lo largo de 2018 estas se han rebajado y de esperar un crecimiento del 9% de beneficios se han reducido a un 8%.

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

2.- El crecimiento económico se está desacelerando ligeramente en el mundo desarrollado

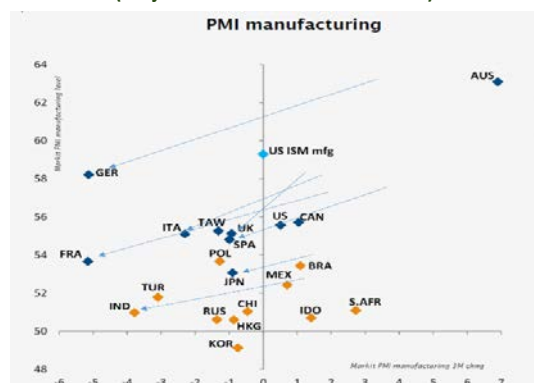
Veámoslo con datos: en el gráfico 2 podemos comprobar que **el PMI manufacturero se ha ido desacelerando** ligeramente en casi todo el mundo desarrollado. Destacan varios países de Europa, como Alemania, España, Italia y Francia además de Japón.

1. Crecimiento de los beneficios del S&P 500



Fuente: JP Morgan Asset Management

2. PMI Manufacturero, comparativa con diciembre (el eje horizontal indica aceleración)



Fuente: Banque SYZ

En todos vemos crecimiento positivo, pero más suave. EEUU se mantiene fuerte gracias a la reforma fiscal, aunque como veíamos la semana pasada, hay importantes discrepancias entre las estimaciones y los datos publicados hasta ahora. Esta semana se publica la primera estimación del PIB que puede ser relevante si la lectura es muy diferente de las estimaciones.

3.- La inflación sigue subiendo poco a poco en EEUU

En el gráfico 3 vemos que a pesar de que la inflación se mantiene estable en la zona euro, sigue subiendo en EEUU. El último dato fue del 2,4%, y la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos) está ya en el 2,1%.

Nosotros no creemos que la inflación vaya a irse al 3% a corto plazo, pero seguirá subiendo poco a poco durante el año, forzando a la FED a continuar endureciendo su política monetaria. Además de las consabidas subidas de tipos de interés (se esperan 2 o 3 más) debemos recordar que ya están recortando el tamaño de su balance: a lo largo del último año, ya ha pasado de 4,46 billones (españoles) de dólares a 4,38, y acelerando las últimas semanas. El importe es significativo, y el importe hay que medirlo en forma de flujos; que la FED esté vendiendo bonos está teniendo efecto en los mercados de renta fija. El bono americano a 10 años ya paga un 3%. Y a medida que suben los tipos de interés, se reduce el apetito por la bolsa americana al tener una alternativa menos volátil con una rentabilidad atractiva (menor *equity risk premium*).

4.- La volatilidad en EEUU está subiendo.

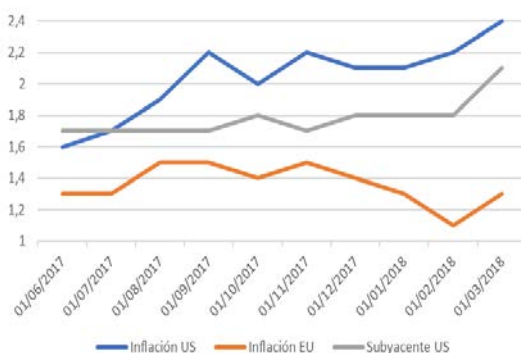
El mercado debe digerir (poco a poco) todo lo anterior. Los mercados de renta variable normalmente están dispuestos a admitir precios de las bolsas elevados en términos de PER en entornos de inflación y tipos bajos. La ventaja es que al mismo tiempo que estos suben, están creciendo los beneficios empresariales, ayudando a que el PER baje. Como consecuencia, estamos viendo por primera vez en mucho tiempo más volatilidad en la bolsa americana que en la europea (cuya inflación y tipos siguen bajos). La volatilidad del S&P 500 es ahora mismo de 18 vs 14,5 en el Euro Stoxx (algo muy poco habitual). Pero quizá, es más fácil verlo con las variaciones diarias del índice. En la parte baja del gráfico 4, podemos ver cómo el número de sesiones en que el índice americano se mueve más del 1% es bastante mayor que durante el Brexit o la elección de Trump. Además, la volatilidad intra día es muy elevada. La volatilidad afecta la capacidad de predecir las rentabilidades esperadas y tiene un efecto directo sobre las técnicas de gestión cuantitativa. Con mayor volatilidad, estrategias como *risk parity*, CTAs, inteligencia artificial... normalmente deben bajar el peso en bolsa.

Por tanto, este año deberemos aprender a convivir con un mercado más volátil, que deberá digerir un entorno más difícil que el de 2017. Cuando veamos datos macro y de inflación viviremos más volatilidad. Sin embargo, en periodos como el actual en que se van confirmando buenos beneficios empresariales, deberíamos ver repuntes de las bolsas. Seguimos siendo optimistas de cara a finales de año, pero queremos ser más tácticos.

“la inflación se mantiene estable en la zona euro, pero sigue subiendo en EEUU”

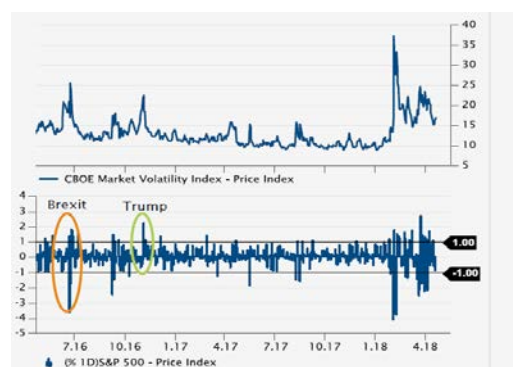
“La volatilidad del S&P 500 es ahora mayor que la del Euro Stoxx, algo muy poco habitual”

3. Inflación en EEUU y zona euro e inflación subyacente en EEUU



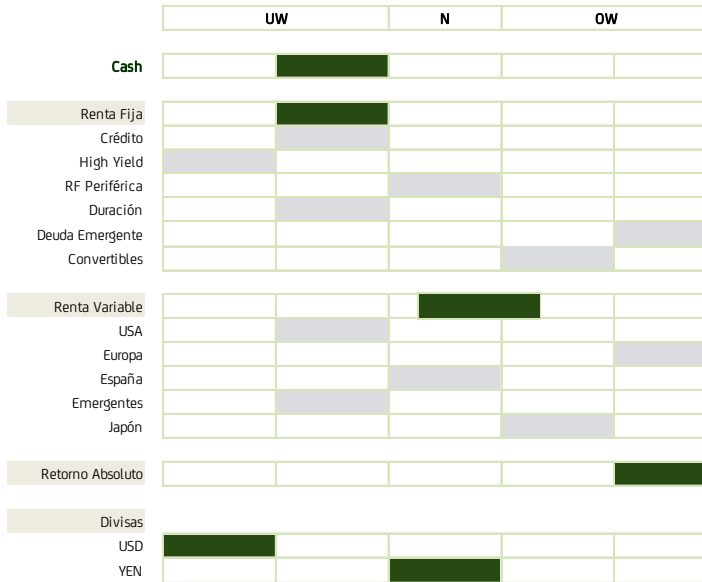
Fuente: Bloomberg

4. VIX y movimientos diarios del S&P 500



Fuente: SYZ Asset Management, FactSet Research Systems, data as at 23.04.2018

Ponderación de las carteras respecto a los índices



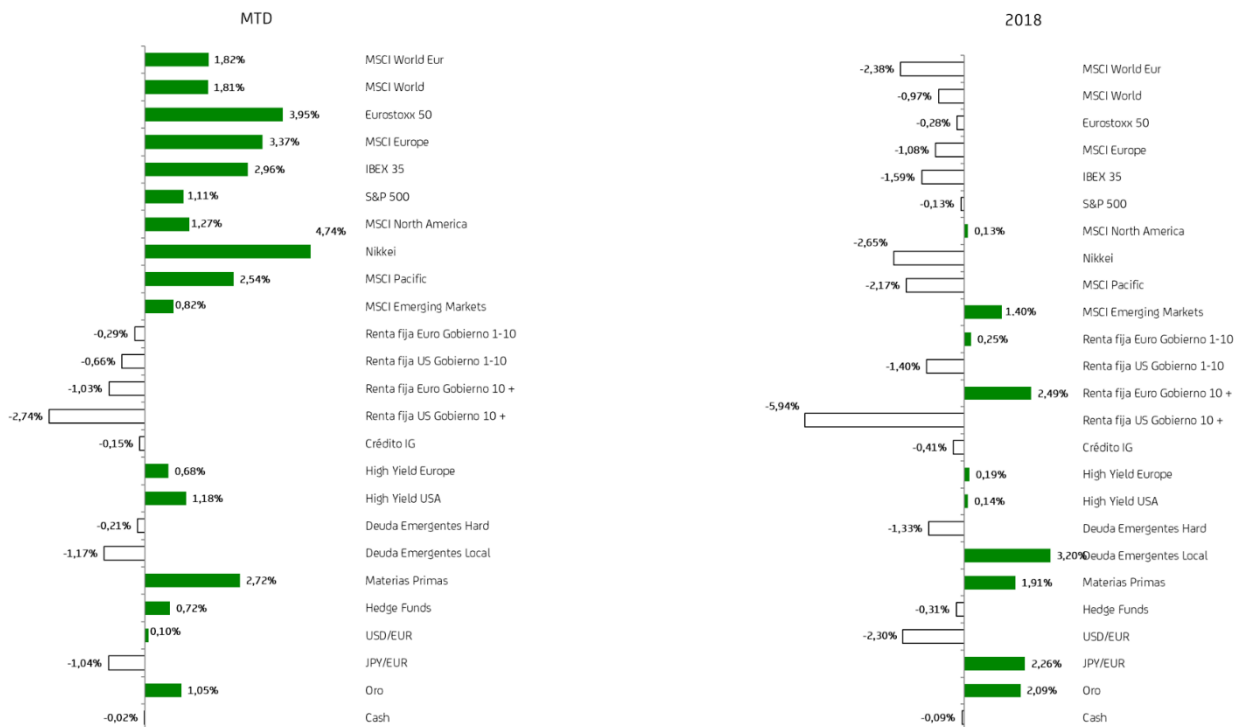
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 20/04/2018)
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.

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