

Market Clip

17 de Mayo de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

EEUU: crecimiento sin mucha inflación

Es interesante analizar lo que ha ocurrido con la macro y los mercados financieros americanos los últimos días, porque puede ayudarnos a imaginar lo que podría ocurrir los próximos años. En resumen, **los mercados están reaccionando mal a subidas del crecimiento y la inflación en EEUU** por miedo a la Reserva Federal. Pero los últimos datos muestran fortaleza en el crecimiento y una inflación más estable. Si esa es la tónica de los próximos meses, las bolsas podrían comportarse bien, aunque la volatilidad continuará.

“Los últimos datos muestran fortaleza en el crecimiento y una inflación más estable”

Los datos:

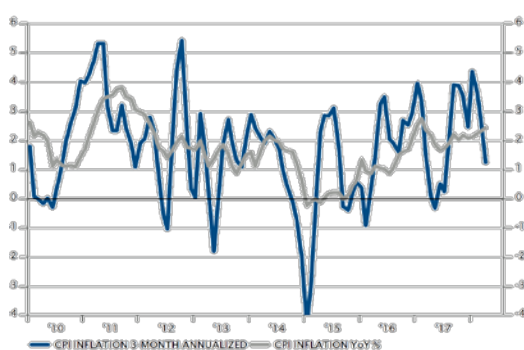
La semana pasada se publicaron datos de inflación tranquilizadores en EEUU. Aunque la inflación año sobre año ha vuelto a subir (del 2,4% al 2,5%), la subyacente se ha estabilizado en el 2,1% y la inflación a corto plazo se está desinflando. El dato mes sobre mes de la subyacente fue de 0,2% frente al 0,3% esperado y el 0,2% anterior. Gráficamente lo podemos ver en el gráfico 1: la inflación año sobre año sigue por encima del 2% por factores como el efecto base y el petróleo, pero los últimos 3 meses se ha desacelerado. Como consecuencia, la semana pasada vimos un rebote de los mercados:

-La rentabilidad del bono americano corrigió desde el 3% hasta el 2,96% y el dólar se depreció una figura, desde 1,185 hasta 1,194. Miércoles, jueves y viernes las bolsas rebotaron con ganas y la deuda emergente recuperó posiciones.

Sin embargo, el martes se dio a conocer un dato de crecimiento espectacular: la encuesta manufacturera del estado de Nueva York publicó un dato de 20 frente al 15 esperado y anterior, y el mercado interpretó que puede ser un adelanto de PMIs muy buenos y de una re aceleración del crecimiento. El efecto en los mercados fue casi el contrario que la semana anterior: rebote de la rentabilidad de los bonos, apreciación del dólar y caída de las bolsas.

“El rebote en la rentabilidad de los bonos se está debiendo principalmente a la aceleración del crecimiento, y no a una inflación muy alta o superior a lo descontado por los mercados”

1. La inflación se está estabilizando



Fuente: FactSet, 14.05.2018

2. A mediados de 2017, la inflación sorprendió, por lo que los bonos ligados a la inflación sufrieron menos que los bonos ordinarios



Fuente: Bloomberg

Interpretación: ¿dónde está la diferencia?

Tanto con este último dato como con la tendencia de 2018, estamos viendo una gran diferencia con 2017: los rebotes del crecimiento están llegando sin que la inflación se desbloquee. En el gráfico 2 podemos ver cómo en agosto de 2017 la rentabilidad de los bonos americanos se elevó bastante más que la de los bonos ligados a la inflación y a lo largo del año hubo mucha dispersión; la inflación sorprendió. Sin embargo, en 2018 (gráfico 3), la subida de la rentabilidad está siendo pareja en ambos activos.

¿Qué lectura podemos hacer?

El año pasado la inflación y las expectativas de inflación fueron volátiles y sorprendieron. En 2018 el rebote en la rentabilidad de los bonos se está debiendo principalmente a la aceleración del crecimiento, y no a una inflación muy alta o superior a lo descontado por los mercados. Si el crecimiento sigue fuerte y la inflación no rebota con fuerza, los activos de riesgo pueden seguir comportándose bien. Sin embargo, debemos recordar que los datos no son lineales, y que algunos datos de inflación (especialmente por culpa del petróleo) serán preocupantes para la FED y los mercados, por lo que seguimos esperando mucha volatilidad.

¿Cuál creemos que será la tendencia? ¿Qué esperamos?

Creemos que a lo largo del 2018 el crecimiento se estabilizará: en Europa y Japón deberíamos ver una re aceleración tras los datos mediocres del primer trimestre y, en EEUU, que el PIB se mantenga cerca del 2,5%.

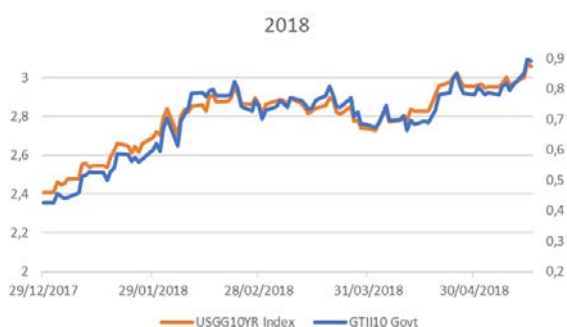
Pero lo más importante es que **no esperamos que la inflación subyacente suba mucho en EEUU**. Seguimos creyendo que factores estructurales de los que hemos hablado mucho (deuda, digitalización, demografía) evitan que esta entre en velocidad de escape. Si la inflación subyacente se mantiene cerca del 2%, creemos que la Reserva Federal podría subir dos o tres veces este año y no subir tipos en 2019 (frente a las tres subidas anunciadas hasta ahora).

Está claro que, **poco a poco las condiciones financieras se están endureciendo, pero creemos que a este ciclo le puede quedar aún tiempo**. Para sostenerlo, vamos a utilizar el gráfico 4. Es el indicador de estabilidad financiera de Kansas City. Este mide diversas señales, como niveles del mercado interbancario, *spreads* de los bonos entre distintos niveles de crédito, correlación entre bolsa y bonos, y volatilidad implícita. En él, podemos ver cómo en 2017 estuvimos en niveles semejantes a los de 2004-2006 o 1992-1997. Las condiciones financieras se están endureciendo los últimos meses, pero todavía no estamos en niveles preocupantes, queda recorrido.

“Creemos que la Reserva Federal podría subir 2 o tres veces este año, y no subir tipos en 2019”

“Las condiciones financieras se están endureciendo los últimos meses, pero todavía no estamos en niveles preocupantes”

3. En 2018, los mercados de renta fija, no parecen temer a la inflación: los TIPS y los bonos se comportan igual



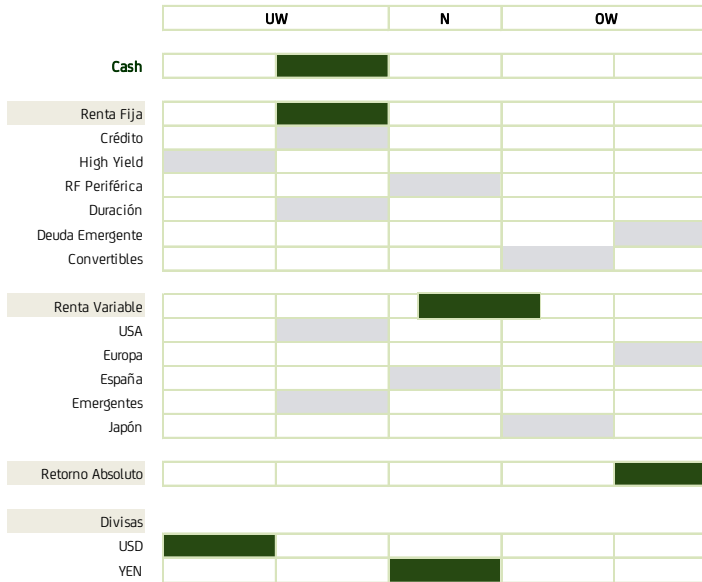
Fuente: Bloomberg

4. Índice de estrés de Kansas City



Fuente: SYZ AM, FactSet Research System

Ponderación de las carteras respecto a los índices



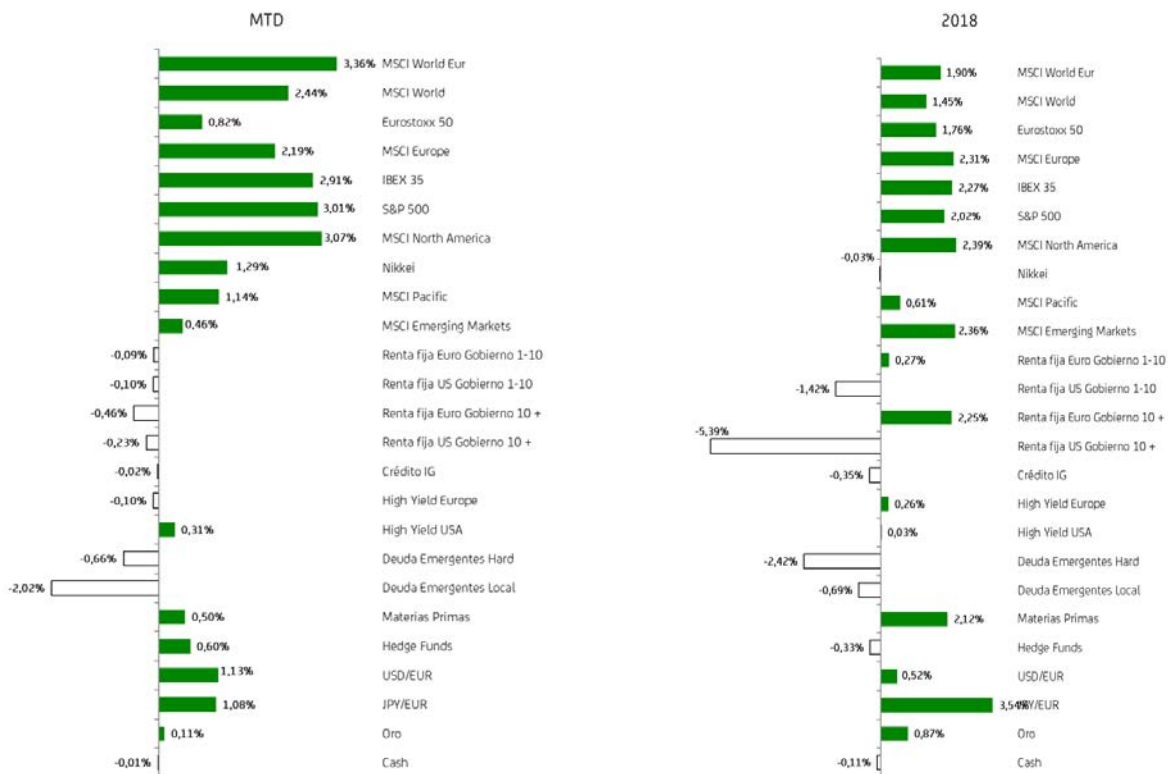
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 11/05/2018)
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