

## Market Clip

07 de Junio de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

## Como todos los principios de mes, hacemos un resumen de la situación macro y micro, y repasamos nuestras expectativas.

### Macro:

Esperamos que a lo largo de lo que queda de 2018 se estabilicen los datos macro en Europa, y que en EEUU el PIB se mantenga cerca del 2,5%. **Pero lo más importante es que no creemos que la inflación subyacente suba mucho desde estos niveles en EEUU**, lo que podría alargar el ciclo económico.

Los últimos datos publicados han sido muy buenos en EEUU (gráfico 1) y algo flojos en la zona euro. El ISM manufacturero de EEUU fue de 58,7, rebotando más de lo esperado y cercano a niveles máximos de muchos años (gráfico 2), y la tasa de desempleo del 3,8%. Mientras tanto, **en la zona euro, el dato manufacturero fue más suave**, con bastante dispersión entre países y haciendo que algunos *brokers* bajen sus estimaciones de PIB del segundo trimestre. En la zona euro los tipos siguen muy bajos y aunque el crecimiento se ha desacelerado desde principios de año, creemos que sigue fuerte y en breve, al menos dejará de frenar. **El Banco Central podría comunicar el camino del endurecimiento monetario en su reunión de junio o julio** (¡a pesar de Italia!). El BCE se puede ver presionado a seguir a la FED (que ahora está muy legitimada para subir tipos), o al menos, a decir cuándo dejaremos de tener tipos negativos con un crecimiento del PIB cercano al 2%. Aunque evidentemente intentarán ser lo más complacientes con el mercado que sea posible, el apretado precio de los bonos alemanes podría provocar un rebote de la TIR de los bonos y una apreciación importante del euro. Como sabemos, este contexto debilita el escenario a corto plazo de la bolsa europea.

**Por todo lo anterior, durante el mes hemos reducido el peso en dólares.** No creemos que un rebote del euro (y corrección del dólar) tenga que ser algo que veamos en el cortísimo plazo, pero hemos preferido reducir ya posiciones.

### Micro:

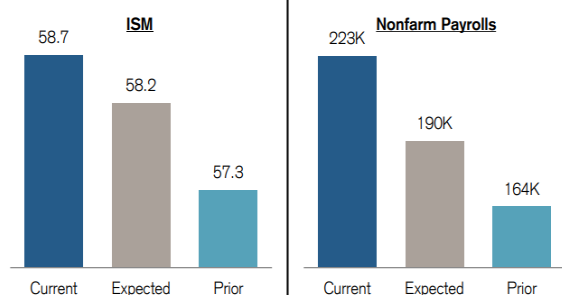
Los resultados del primer trimestre han sido bastante fuertes en general... y espectaculares en EEUU. La fuerte bajada de impuestos de Trump ha permitido **un crecimiento del 23% de los beneficios el primer trimestre de 2018 comparado con el mismo periodo del año anterior**, mientras que, en Europa la cifra (buena) es del 9%. En el gráfico 3 aparecen las estimaciones del consenso para todo el ejercicio, que son similares (lo mencionado antes es sólo del primer trimestre). Parece que las expectativas se pueden cumplir, lo que deja unas valoraciones con estimaciones de beneficios de 2018 de 14,4 para el Viejo Continente y de 17,4 en EEUU.

*“El BCE se puede ver presionado a seguir a la FED”*

*“El apretado precio de los bonos alemanes podría provocar un rebote de la TIR de los bonos y una apreciación importante del euro”*

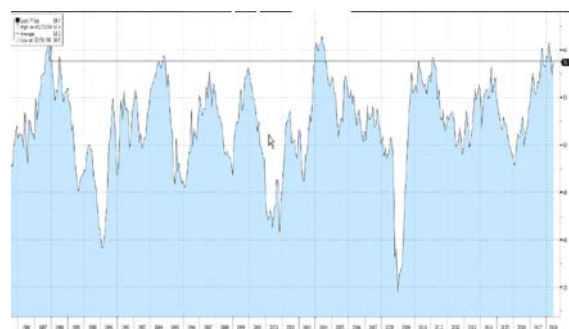
1. Últimos datos en EEUU

#### Recent Economic Releases



Fuente: Credit Suisse

2. PMI Manufacturero EEUU: 1985 – Hoy



Fuente: Bloomberg

Por tanto... macro fuerte en EEUU pero valoraciones exigentes, y macro más suave pero con valoraciones atractivas en la zona euro.

## ¿Cómo estamos invertidos?

Seguimos estando **ligeramente sobreponderados en renta variable, con mucho peso en Europa** (aunque algo menos que a principios de año). Seguimos neutrales en Japón y ligeramente infraponderados en emergentes. Por sectores, nos gustan energía, bancos, farma y telecoms. Financieros y telecoms se comportaron francamente mal en mayo y han sido un detractor importante en la rentabilidad de nuestras carteras (tabla 4).

Seguimos estando **muy poco invertidos en renta fija, con poca duración y crédito**. En gobierno aprovechamos la subida de la TIR del bono a 10 años americano para tomar posiciones, y seguimos siendo pesimistas con la futura evolución del bono alemán, donde esperamos ver la TIR repuntar a corto plazo. Respecto al crédito, creemos que los diferenciales, tanto de *investment grade* como de *high yield* son muy estrechos tanto en EEUU como en Europa, por lo que preferimos mantenernos fuera. Sin embargo, **seguimos teniendo preferencia por activos muy especiales, como bonos financieros europeos e híbridos corporativos**, y hemos aprovechado la corrección de la periferia para comprar algo de crédito en España y Portugal.

En divisas, **hemos reducido sustancialmente la exposición a dólares**, ya que creemos que podría corregir los próximos meses, y mantenemos la inversión en Japón, denominada en Yenes, como forma de tener unas carteras más defensivas.

## España, ¿cambian mucho las cosas?

Como todos sabemos, **Pedro Sanchez ha sido investido Presidente del Gobierno** tras el éxito de su moción de censura a Mariano Rajoy. ¿Cambian mucho las cosas?, ¿en qué nos diferenciamos de Italia?

A pesar de que la incertidumbre es un factor negativo para los mercados, económicamente **no creemos que las cosas vayan a cambiar mucho**, y desde luego, la situación de España no tiene nada que ver con la de Italia.

- **En España**, la situación es muy diferente a la de Italia: los tres partidos más importantes son europeístas.
- La **población es mayoritariamente europeísta**, en Italia no es el caso.
- **Su mandato acaba en junio de 2020**.
- El **PSOE no va a poder hacer grandes cambios** que modifiquen el status quo por su minoría parlamentaria (85 escaños de un total de 350). En su programa, el PSOE aboga por subir impuestos y aumentar el gasto social además de derogar la reforma laboral, pero es difícil que lo consiga.
- **El nivel de deuda de España es del 100%** frente al 132% de Italia
- **El crecimiento del PIB esperado para 2018 y 2019 es del 2,8% y 2,3%** en España y del 1,4% y 1,5% en Italia.

*“Durante el mes hemos reducido el peso en dólares. No creemos que un rebote del euro tenga que ser algo que veamos en el cortísimo plazo, pero hemos preferido reducir ya posiciones”*

*“Económicamente no creemos que las cosas vayan a cambiar mucho, y desde luego, la situación de España no tiene nada que ver con la de Italia”*

3. PER 2018 esperado en diciembre y ahora

	15/12/2017		01/06/2018	
	PER y Crecimiento de Beneficio (esperado el 15/12/2017) 2018		PER y Crecimiento de Beneficio (esperado hoy) 2018	
	PER 18e	Cto B* 18e	PER 18e	Cto B* 18e
Europa	14,9	8,9%	14,4	8,3%
EEUU	18,7	12,0%	17,4	22,2%
Japón **	14,6	3,6%	13,2	1,3%
EM	12,2	13,2%	12,0	15,9%
UK	14,3	6,3%	14,1	9,1%

\*\* Año Fiscal - Marzo 2018 -19

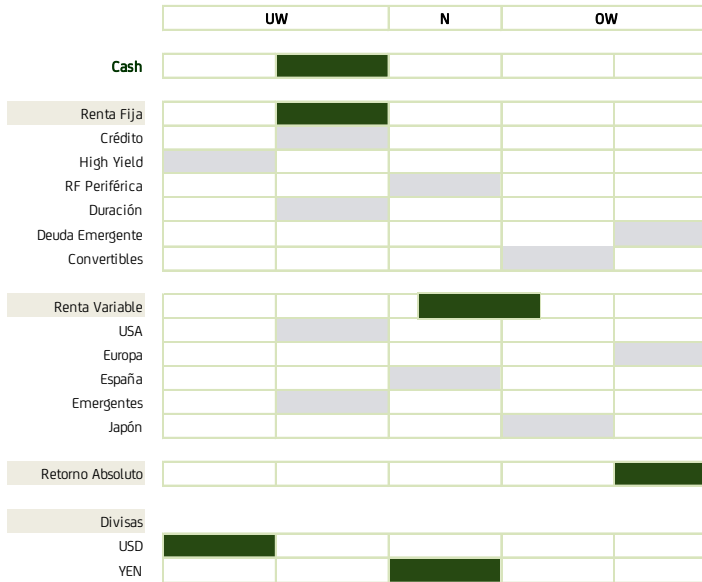
Fuente: Alantra y Morgan Stanley

4. Rentabilidad por sectores en mayo

Local Ccy	May-18 (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Information Technology	5.4	7.1	5.5	-0.9	1.7	
Energy	1.3	3.2	3.2	-7.2	-1.3	
Industrials	0.9	3.0	1.3	-1.4	-4.5	
Health Care	0.5	0.4	0.9	2.0	2.7	
Materials	0.4	2.1	4.0	-2.0	-2.4	
Consumer Discretionary	0.0	2.0	-0.4	-3.3	-3.4	
Real Estate	-0.1	2.3	-0.1	-2.4	-5.1	
Consumer Staples	-1.7	-1.5	0.1	3.4	-2.5	
Utilities	-2.3	-0.9	-3.4	-0.1	-2.3	
Financials	-4.0	-0.8	-6.9	-4.9	-5.4	
Telecommunication Services	-5.9	-2.6	-8.6	-3.5	-7.0	

Fuente: Bloomberg

## Ponderación de las carteras respecto a los índices



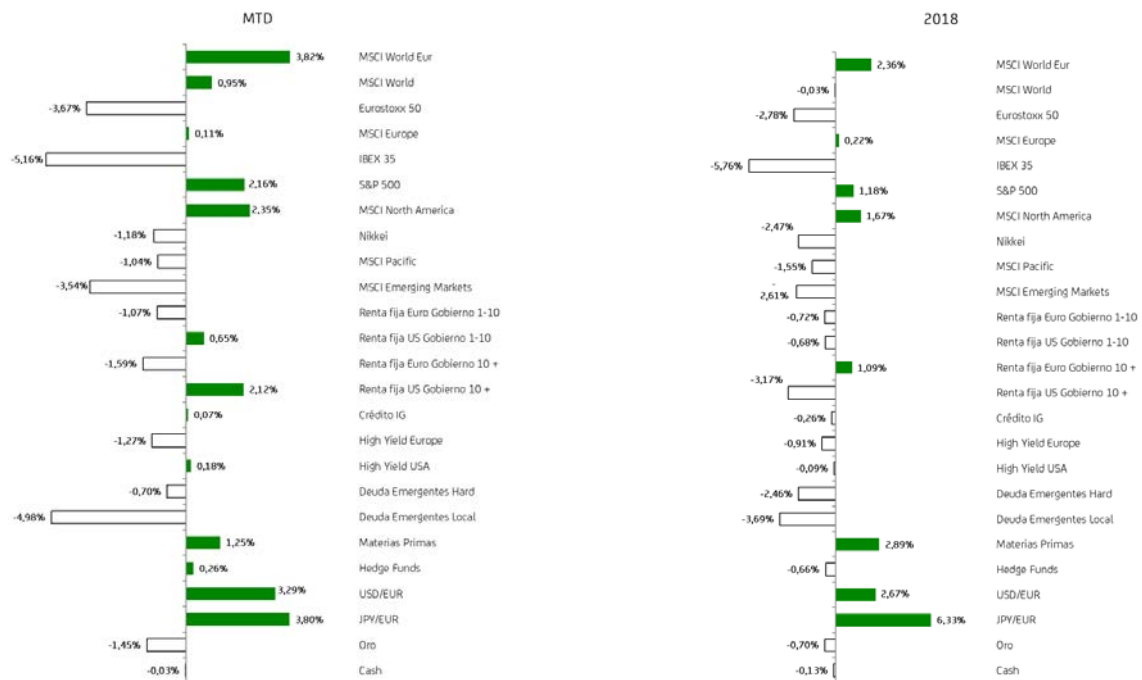
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 31/05/2018)  
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Indices), 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