

Market Clip

28 de Junio de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Subimos peso en bolsa

Hemos decidido subir el peso en bolsa, pero transformando las carteras de renta variable en mucho menos cíclicas (y más defensivas ante un potencial susto) y subiendo el peso en EEUU. A continuación, repasamos los factores macro y de valoración que nos han llevado a tomar la decisión.

Macro:

La macro sigue fuerte en todo el mundo, pero de forma menos sincronizada. Destaca entre todas las áreas geográficas la fortaleza de EEUU, el único país que sigue acelerando y cuyo PIB podría estar creciendo a un ritmo superior al 3% a finales de año.

Mientras tanto, en la zona euro, el ritmo de crecimiento se ha ralentizado, aunque la desaceleración parece haberse frenado en junio. En el viejo continente el sector servicios parece estar tomando fuerza, mientras que el manufacturero sigue perdiendo fuelle, es posible que el miedo a una guerra comercial abierta con EEUU esté teniendo influencia al respecto.

En los países emergentes, las cosas no pintan tan bien como a principios de año, la apreciación del dólar y la subida de los tipos en EEUU está teniendo un efecto negativo, y para algunos países importadores, la subida del precio del crudo está provocando un incremento de la inflación que sus bancos centrales tendrán que combatir: México, India, Turquía y Sudáfrica tienen una inflación superior al objetivo de los bancos centrales.

Política Monetaria:

Aquí es donde se ha producido un gran cambio desde principios de año: ya no esperamos un gran movimiento de la inflación y los tipos en 2018.

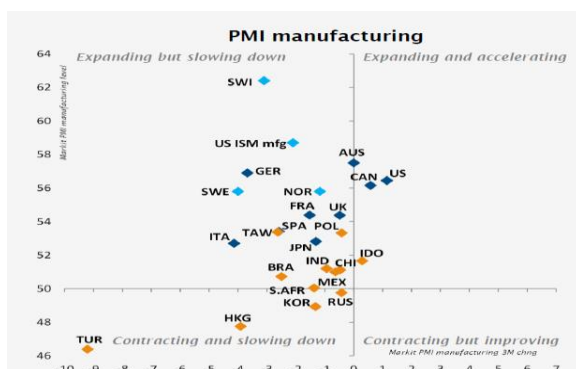
Cuando escribimos nuestra visión para 2018, éramos muy optimistas con la macro, pero decidimos estar sólo ligeramente sobre ponderados en bolsa por miedo a que la inflación pudiese rebotar y los bancos centrales no tuviesen más remedio que ser agresivos (aunque no era nuestro escenario). Considerábamos que el mercado no estaba preparado para una situación así y podría reaccionar mal.

Desde entonces, el mercado ya se ha vacunado sobre lo que significa un rebote de la inflación y subidas de tipos con el episodio de enero y febrero, y en la zona euro el BCE ha dicho claramente que no va a subir tipos hasta dentro de más de un año, y Japón tampoco parece que vaya a ser agresivo.

“Destaca entre todas las áreas geográficas la fortaleza de EEUU, el único país que sigue acelerando”

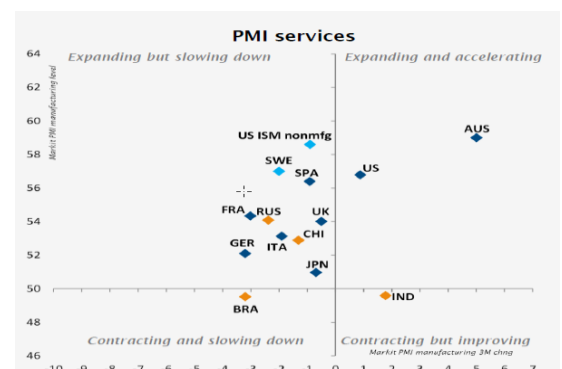
“En la política monetaria es donde se ha producido un gran cambio desde principios de año: ya no esperamos un gran movimiento de la inflación y los tipos en 2018”

1. PMI Manufacturero



Fuente: Factset, 26.06.2018

2. PMI de Servicios



Fuente: Factset, 26.06.2018

Valoración:

Consideramos que hay muchos activos que cotizan a precios bastante elevados. Sin embargo, la valoración de algunos de ellos ha mejorado recientemente. Es el caso de Italia, Suiza y Reino Unido por su mal comportamiento, y en el de EEUU gracias a la fortísima revisión al alza de las estimaciones de crecimiento de beneficios, que ha reducido su PER a 12 meses (ver gráfico 3). Creemos que el S&P 500 sigue siendo un mercado caro, pero con razón ahora que EEUU crece al 3% y sus beneficios empresariales al 20%. Otros mercados que han mejorado su valoración han sido los emergentes (tanto bolsas como bonos) y el crédito financiero europeo, que vuelve a cotizar a niveles bastante atractivos. El resto del crédito, tanto en Europa como en EEUU cotiza con unos diferenciales francamente bajos, valoraciones poco atractivas. Asimismo, la deuda gubernamental vuelve a ser bastante cara (a excepción de la norteamericana); el miedo al proteccionismo de Trump y la fragilidad de los gobiernos de la zona euro se han llevado la rentabilidad del *Bund* al 0,32% y la del *Treasury* americano al 2,85%. Por último, creemos que el dólar sigue cotizando a un precio elevado contra el euro.

Consecuencias en nuestras carteras:

Una vez que nuestro mayor miedo (inflación o actuación contundente de los bancos centrales) se ha reducido sustancialmente, hemos decidido subir peso en bolsa. Pasamos de una ligera sobre ponderación a una algo más contundente. Sin embargo, somos conscientes de estar en una fase avanzada del ciclo y que por tanto hay muchos riesgos en el mercado, por lo que simultáneamente hemos reducido sustancialmente la ciclicidad de las carteras de renta variable. Es decir, subimos peso en bolsa, pero tenemos en cartera activos más “aburridos”. Por ello, hemos reducido el peso en bancos europeos y en materias primas, y hemos bajado el peso de Europa a favor de EEUU, en concreto S&P 500. Por tanto, pasamos a estar largos de bolsa, con una distribución geográfica y sectorial muy parecida a la de los índices. ¿Por qué compramos EEUU si cotiza a precios más altos que Europa?

- EEUU cotiza a múltiplos más caros que Europa, pero su macro es mucho más fuerte.
- El S&P 500 es un índice bastante menos volátil que el *euro stoxx 50*: es más amplio, mejor repartido sectorialmente y por tamaño de las compañías, y sobre todo, que reacciona mejor a correcciones que las bolsas europeas.

En renta fija, no tenemos apenas duración ni crédito (excepto el corporativo financiero europeo, con valoraciones atractivas), y apostamos por deuda emergente en moneda fuerte.

Riesgos:

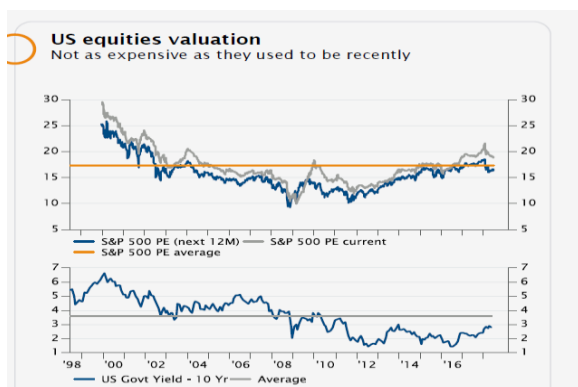
Por último, no debemos olvidar los riesgos que rodean al mercado, que quizá son hoy mayores que a principios de año (y por eso hemos hecho más defensivas las carteras de bolsa): potencial guerra comercial, mayor ralentización de la economía de la zona euro y Japón, empeoramiento de la situación de los países emergentes y consecuencias del deterioro de las condiciones de acceso al crédito en EEUU.

“Una vez que nuestro mayor miedo se ha reducido sustancialmente, hemos decidido subir peso en bolsa”

“Estamos en una fase avanzada del ciclo y por tanto hay muchos riesgos en el mercado, por lo que hemos reducido sustancialmente la ciclicidad de las carteras de renta variable”

“Hemos reducido el peso en bancos europeos y en materias primas, y hemos bajado el peso de Europa a favor de EEUU, en concreto S&P 500”

3. Valoración de la RV EEUU



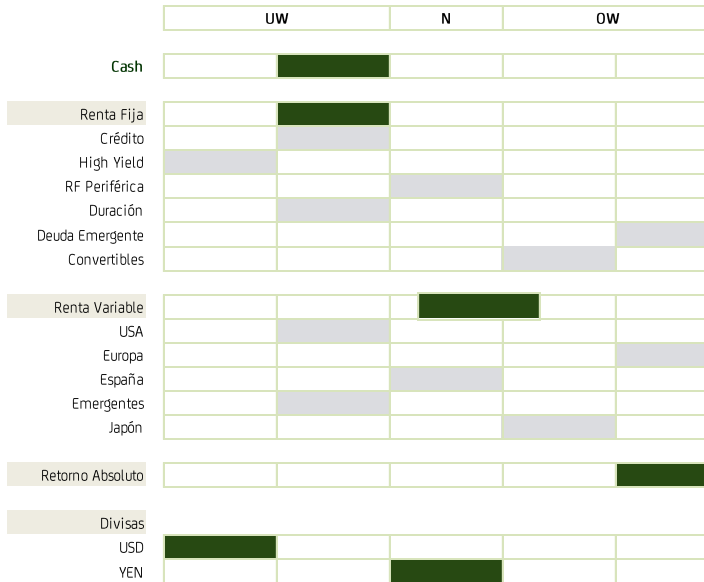
Fuente: FactSet Research Systems, 26.06.2018

4. Índice Big Mac



Fuente: McDonald's; The economist

Ponderación de las carteras respecto a los índices



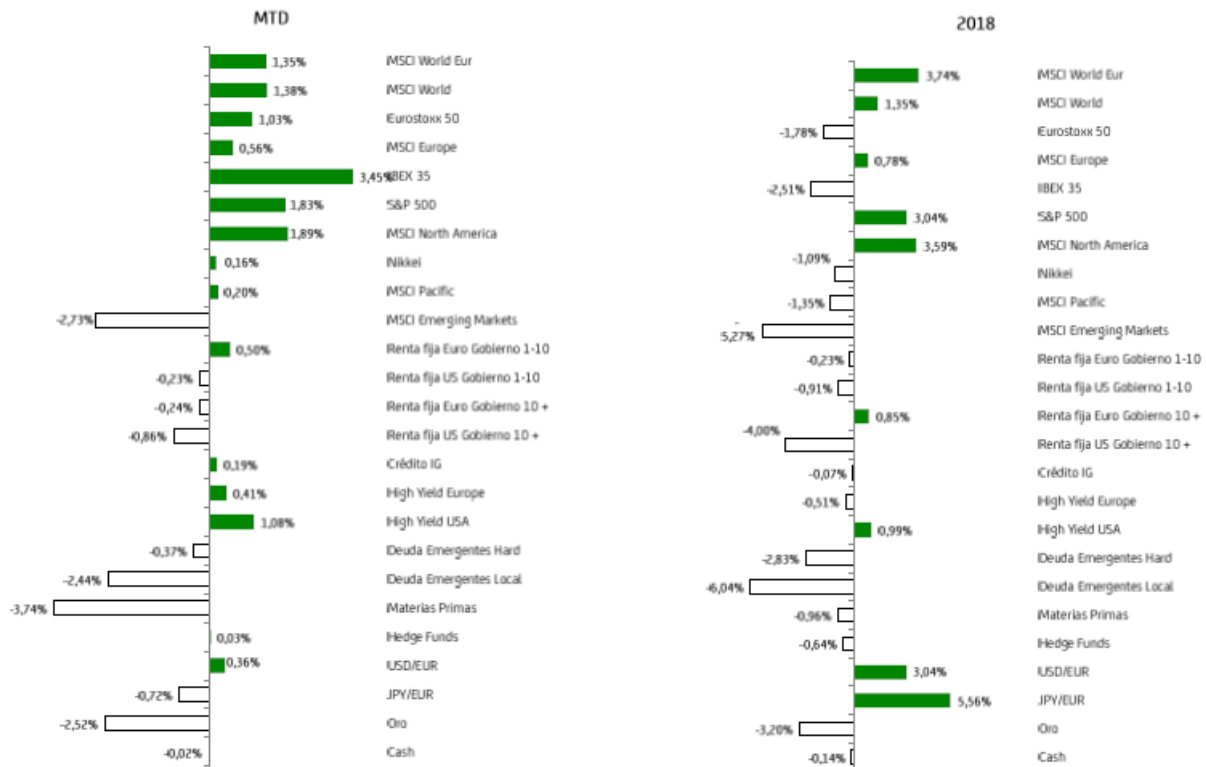
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 22/06/2018)
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 personales 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 lopdw@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 lopdw@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