

Market Clip

12 de Julio de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Empieza la temporada de resultados en EE. UU.

Comienza la temporada de resultados en EE.UU., donde se mezclarán vientos de cola como la bajada de impuestos con problemas como la guerra comercial. **Esperamos muy buenos resultados, pero también rebajas en las estimaciones de beneficios a futuro** por cautela con la guerra comercial de Trump.

El mercado espera un crecimiento de los beneficios del segundo trimestre superior al 20% comparado con el mismo trimestre de 2017. Al mismo tiempo, veremos cómo las compañías empiezan a proyectar planes para utilizar el incremento de los beneficios provocado por la bajada de impuestos: **anunciarán planes de inversión, de contratación, recompra de acciones, adquisiciones... que también tendrán un efecto positivo sobre otros sectores.**

La bajada de impuestos sigue siendo el gran *driver* para que estemos viendo los beneficios crecer a un ritmo superior al 20%, pero **otros tres factores positivos** para los beneficios este trimestre son el petróleo, el dólar y la aceleración macro.

Como se puede ver en el gráfico 1, el petróleo cotizó el segundo trimestre de 2017 a un precio medio de 48 USD el barril, y los últimos tres meses a 67 USD. **Este crecimiento de los ingresos de las petroleras llega tras años de reducciones de costes, lo que hace que el apalancamiento operativo sea muy alto** (proporción muy elevada en el efecto del crecimiento de los ingresos en los beneficios). Como consecuencia, se espera un crecimiento extraordinario de los beneficios de las petroleras: más del 100% con respecto al segundo trimestre de 2017, y bastante más de los esperado a comienzos de año.

Por su parte, el dólar se ha depreciado en el mismo periodo un 5% contra las divisas de los países con los que comercia. El último trimestre se ha apreciado, pero el precio medio del dólar ha sido en este periodo un 5% más bajo que durante el tercer trimestre de 2017, que es el periodo de comparación. Es un factor positivo que también ayudará a que los beneficios crezcan aproximadamente un 1% más de lo esperado a principios de año.

Un tercer factor positivo ha sido la aceleración de la macro a lo largo del año. Como podemos observar en el gráfico 2, a lo largo de los 6 primeros meses del año, y más en concreto **durante los tres últimos, se ha producido una revisión al alza de las estimaciones de beneficios debido a que las expectativas de crecimiento del PIB americano han pasado del 2% hasta cerca del 3%.**

“Esperamos muy buenos resultados, pero también rebajas en las estimaciones de beneficios a futuro por cautela con la guerra comercial de Trump”

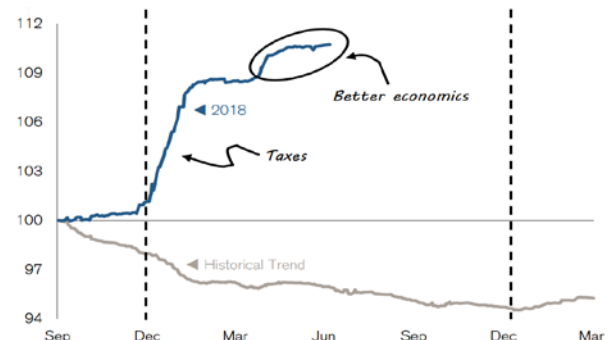
“Trump insistió en que contraatacará a los nuevos aranceles de China con nuevas tasas sobre otros 200 mil millones de importaciones de productos chinos”

1. Precio del petróleo



Fuente: EIA, Bloomberg

2. Revisión anual de los beneficios por acción



Fuente: Standard & Poor's, Thomson Financial, FactSet, Credit Suisse

Pero también hay factores negativos, principalmente el efecto de la amenaza de guerra comercial. Como hemos comentado, no creemos que vaya a afectar sobre los resultados del segundo trimestre en EE.UU., pero sí sobre las expectativas.

El efecto negativo en resultados puede venir principalmente por lo que haya podido afectar en forma de incertidumbre, y por tanto de que se hayan pospuesto consumo, inversiones o contrataciones que ya estaban previstas antes. Insistimos en que no parece que el efecto vaya a ser relevante en los beneficios del segundo trimestre, porque hasta esta semana, no se esperaba que los aranceles impuestos por EE.UU. a China afectasen a más de 50 mil millones de importaciones y que, en el caso de China, el efecto fuese menor.

Sin embargo, ayer Trump insistió en que contraatacará a los nuevos aranceles de China con **nuevas tasas sobre otros 200 mil millones de importaciones de productos chinos.** En total, ya estaríamos hablando de tasas sobre 250 mil millones sobre un total de importaciones de 500 mil. Con estos datos sobre la mesa, lo lógico es que muchas empresas revisen a la baja sus números para finales de año y para 2019, aunque lo harán más bien por precaución y con pocos detalles.

¿Cómo afectan los aranceles a las empresas americanas? Principalmente por dos vías: **menores márgenes de las empresas que importan productos chinos y menores ventas de las exportadoras.** Los mecanismos de transmisión son variados y dependientes de la industria o sector afectado:

Las empresas con poco poder de fijación de precios (baja capacidad de trasladar al consumidor final toda la subida del precio final), **tendrán que absorber parte del efecto en forma de menores márgenes.** Es el caso de industrias que importan componentes, como *retail*, autos... Mientras que **las compañías de altos márgenes** como fabricantes de teléfonos, equipamiento médico, semiconductores... **sí que deberían poder transmitir gran parte del efecto.** Las compañías menos afectadas, evidentemente serían las que producen y venden localmente y no necesitan importar productos.

En números agregados, **China es el tercer mercado para los exportadores americanos, comprando un total de 130 mil millones de productos americanos, y como hemos dicho antes, exporta 500 mil millones a EE. UU.** En el cuadro 3 podemos ver un análisis de sensibilidad de cuánto podría llegar a afectar a los beneficios de las empresas americanas un escenario de confrontación comercial prácticamente total: en el peor caso, se vería un impacto de 4,1 dólares sobre un total de 135 (números de beneficios del índice S&P 500. En porcentaje, supondría una caída de las ventas del 3%. Creemos que es un impacto importante, pero que quedaría muy diluido por el impacto positivo que están provocando la bajada de impuestos y la aceleración de la economía.

Sin embargo, **sí hay otro peligro: los aranceles tendrían un impacto alcista sobre la inflación en un momento en que la FED ya está subiendo tipos para adecuarse a las actuales previsiones de inflación** (que no contemplaban el efecto de la guerra comercial). Veremos.

“Lo lógico es que muchas empresas revisen a la baja sus números para finales de año y para 2019, aunque lo harán más bien por precaución”

“Un escenario de confrontación total, en el peor de los casos, supondría una caída de las ventas del 3%, que a pesar de que sea un impacto importante queda diluido por el impacto positivo provocado por la bajada de impuestos y aceleración de la economía”

3. Análisis de sensibilidad donde se puede apreciar en distintos escenarios el impacto de los aranceles sobre DPA

Bi-Lateral Trade Tariff Impact

		US Tariffs		
		\$50b	\$250b	\$450b
China Tariffs	\$50b	\$1.50	\$2.50	\$3.50
	\$100b	\$1.90	\$2.90	\$3.90
	\$150b	\$2.10	\$3.10	\$4.10

Fuente: J. P. Morgan US Equity Strategy

4. PER 2018 esperado en diciembre y ahora

	15/12/2017		06/07/2018	
	PER y Crecimiento de Beneficio			
	(esperado el 15/12/2017) 2018		(esperado hoy) 2018	
	PER 18e	Cto B* 18e	PER 18e	Cto B* 18e
Europa	14,9	8,9%	14,4	8,9%
EEUU	18,7	12,0%	17,4	22,6%
Japón **	14,6	3,6%	12,7	2,7%
EM	12,2	13,2%	11,1	15,8%
UK	14,3	6,3%	13,6	10,8%

** Año Fiscal - Marzo 2018 - 19

Fuente: Alantra y Morgan Stanley

Ponderación de las carteras respecto a los índices

	UW	N	OW
Cash			
Renta Fija			
Crédito			
High Yield			
RF Periférica			
Duración			
Deuda Emergente			
Convertibles			
Renta Variable			
USA			
Europa			
España			
Emergentes			
Japón			
Retorno Absoluto			
Divisas			
USD			
YEN			

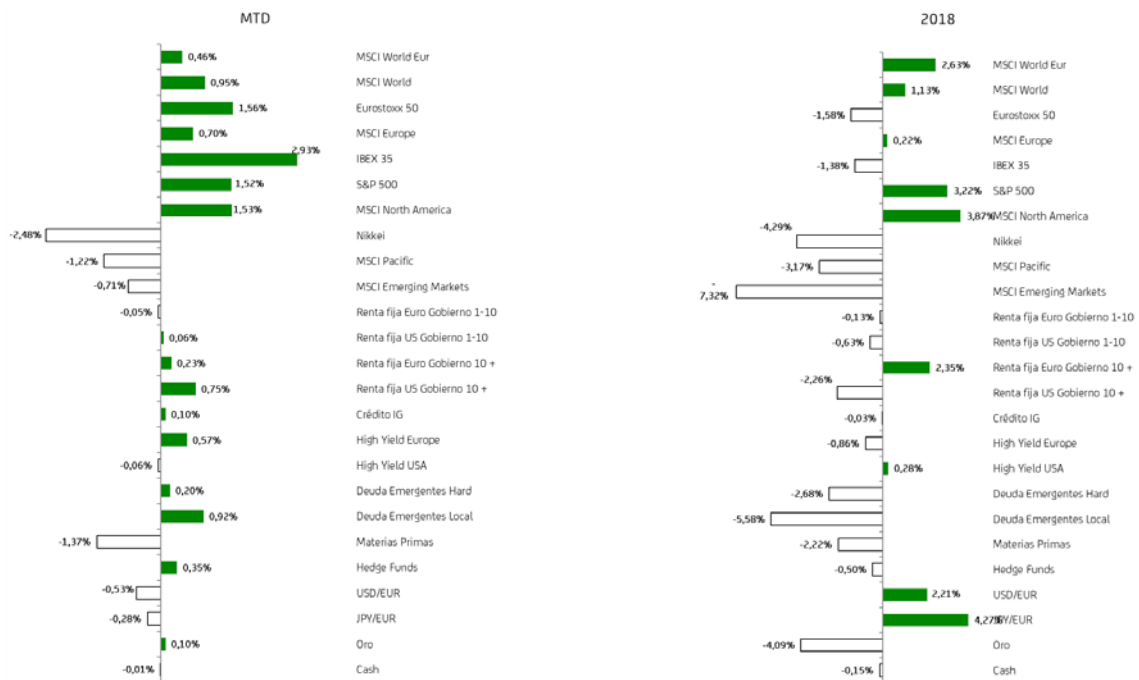
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 06/07/2018)

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 el Grupo Alantra 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 lopdmw@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 lopdmw@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