

Market Clip

20 de Septiembre de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

¿Es malo que suban los tipos?

En los últimos días se ha producido un ligero repunte de la rentabilidad de los bonos a 10 años en EEUU (del 2,83% hasta el 3,06%) y en Alemania (del 0,33% al 0,48%). Creemos que seguirán subiendo poco a poco, pero solo hasta niveles cercanos y desde luego **a corto plazo, no hasta niveles que hagan peligrar el ciclo.**

El crecimiento potencial y la inflación de los países desarrollados ha bajado sustancialmente desde los años 90. Hoy, **el crecimiento está por encima de dicho potencial en EEUU, Japón y en la zona euro, por lo que la política monetaria de los bancos centrales empieza a ser menos acomodaticia.** Los tipos de interés (tanto los fijados por los bancos centrales como los que determina el mercado secundario) están subiendo. **No esperamos que se eleven mucho, ya que su nuevo punto de equilibrio en un mundo desarrollado con menos crecimiento e inflación, está más abajo.**

¿Qué es el PIB Potencial?

El PIB potencial depende de varios factores, entre los que destacan por su importancia el capital, el trabajo (población activa) y su productividad, y el nivel de desempleo que genera inflación. El PIB potencial es el nivel de producción que una economía puede generar a una tasa de inflación constante: **es la tasa a la que puede crecer como máximo la economía a medio plazo con la plena utilización de los recursos y la mejor utilización posible de la tecnología disponible y sin incurrir en desequilibrios macroeconómicos.** Para calcularlo se suelen utilizar una mezcla de datos estadísticos que determinan la tendencia del PIB publicado y métodos macro.

Una economía puede crecer por encima de su PIB potencial, pero con el coste de que la inflación se eleve. A medida que dicha economía acelera, la demanda de los factores de producción supera la oferta, porque la cantidad de trabajadores, su tiempo, la maquinaria necesaria para producir y las materias primas son finitas, aunque también determinadas por la tecnología y la productividad.

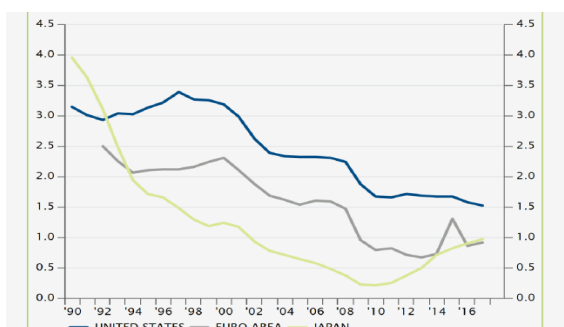
¿Cómo afecta esto a la situación actual?

En el gráfico 1 podemos ver cómo el crecimiento potencial de EEUU, Japón y la zona euro ha descendido sustancialmente. EEUU ha pasado de un 3% en los años 90 a un 1,5% hoy, la zona euro del 2,5% al 1% y Japón de 4% al 1%. ¿Por qué? Resumiendo muchísimo esto ha sucedido por culpa del menor crecimiento de la población activa y **la caída en el crecimiento de la productividad, que afectan a la capacidad del país para crecer.** Por tanto, creemos que el menor ritmo de crecimiento potencial ha llegado para quedarse. Pero, como hemos dicho, los países pueden crecer por encima de su potencial, aunque sea a costa de mayor inflación. Hoy, estamos creciendo por encima...

“los tipos seguirán subiendo poco a poco, pero a corto plazo no hasta niveles que hagan peligrar el ciclo”

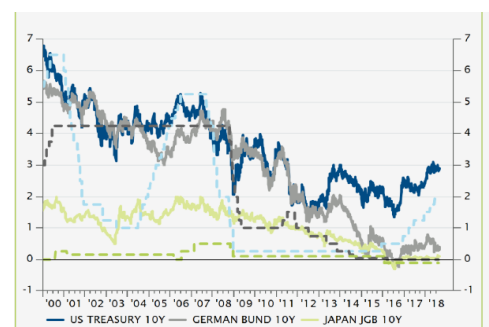
“los países pueden crecer por encima de su potencial, aunque sea a costa de mayor inflación.”

1. 1990-2018: desaceleración del crecimiento potencial



Fuente: SYZ Asset Management

2. Tipos a corto y largo al alza... pero lejos de hace 20 años



Fuente: SYZ Asset Management

¿Vamos a ver una inflación mucho más alta?

Como resultado de tener un crecimiento por encima del potencial, poco a poco, la inflación ya está subiendo, especialmente en EEUU, pero también en la zona euro. Sin embargo, no creemos que se vaya a disparar.

Hay ciertos factores que están provocando que la inflación no suba mucho a pesar de que el crecimiento esté por encima del potencial. Algunos de ellos son la desintermediación que está provocando la tecnología (Amazon vs comercios, Airbnb frente a hoteles...) y el crecimiento del comercio internacional. No habíamos visto hasta ahora dos cambios tan drásticos en la economía, y ambos cambian las reglas del juego (o de cálculo). Están permitiendo que EEUU pueda crecer por encima de su potencial creando poca inflación: aunque un país tenga recursos escasos, si los puede buscar en cualquier parte del mundo sin penalización, las normas cambian. Por otra parte, los avances tecnológicos en desintermediación están afectando a la capacidad de fijación de precios de la industria. Estos son solo algunos ejemplos que ilustran un problema complicado. Al fin y al cabo la propia Janet Yellen (ex gobernadora de la FED) dijo que ella misma no entiende por qué la inflación ha subido tan despacio.

¿Cómo van a reaccionar los bancos centrales?

A medida que el crecimiento se ha elevado, también lo ha hecho la inflación. Por tanto, **los bancos centrales han empezado a girar su política monetaria hacia un nivel más restrictivo. Su objetivo es precisamente evitar que la economía se recaliente por un crecimiento superior al potencial.** En el gráfico 2 podemos ver que, en EEUU, tanto los tipos de intervención del banco central como los tipos de los bonos a 10 años se han elevado. En la zona euro, el banco central está reduciendo la liquidez, y ha avisado de que el año que viene subirá los tipos, lo que está provocando una subida en los bonos a 10 años.

Sin embargo, no esperamos que los tipos de interés lleguen a los niveles de hace 20 años. Como hemos explicado, el mundo es diferente.

Y, si suben ligeramente los tipos... ¿es malo para la bolsa? No necesariamente.

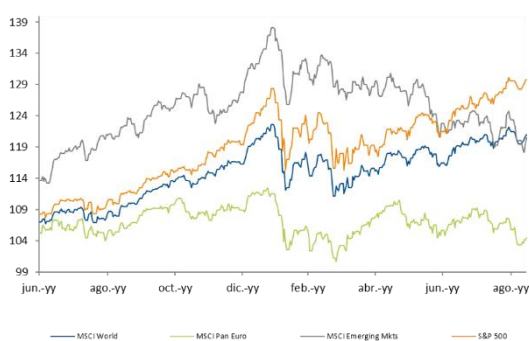
- Es cierto que normalmente una subida de los tipos de interés ha llevado a que el mercado exija valoraciones más bajas, pero hoy, las valoraciones de la bolsa son razonables (gracias al crecimiento de beneficios) y la rentabilidad de los bonos siguen muy por debajo de las medias históricas. Las revisiones al alza de beneficios hacen que la mayoría de las bolsas estén ahora más baratas que a principios de año.
- En parte gracias a la inflación, las ventas de las empresas están mejorando y se está viendo cierta mejora también en la capacidad de estas de fijar precios, y a la vez los incrementos de salarios aumentan el gasto de los consumidores. Y tipos más altos ayudarán sobremanera a los bancos. Algo de inflación y tipos ligeramente más altos es normal y sano.
- Los tipos reales siguen en mínimos y todavía están en negativo. En los últimos ocho ciclos, en EEUU, nunca se ha entrado en desaceleración con tipos reales en negativo.
- La curva de tipos se está aplanando, y esta es una clara señal de que el ciclo se dará la vuelta. Pero mientras que la curva se aplanan, las bolsas normalmente lo siguen haciendo bien: el S&P 500 nunca ha hecho techo antes de que la curva de tipos se invirtiera, de media han pasado 10 meses en los últimos 8 ciclos, desde que se invierte la curva hasta que el S&P empieza a caer.

“los bancos centrales han empezado a girar su política monetaria hacia un nivel más restrictivo. Su objetivo es precisamente evitar que la economía se recaliente”

“no esperamos que los tipos de interés lleguen a los niveles de hace 20 años, el mundo es diferente”

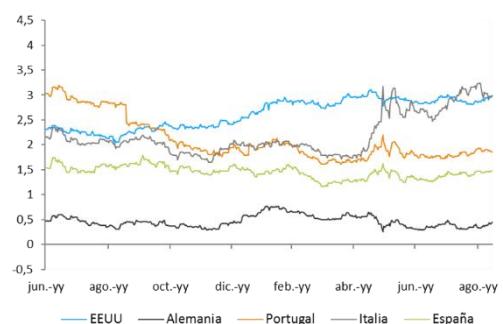
“si suben ligeramente los tipos... ¿es malo para la bolsa? No necesariamente”

3. Principales índices.



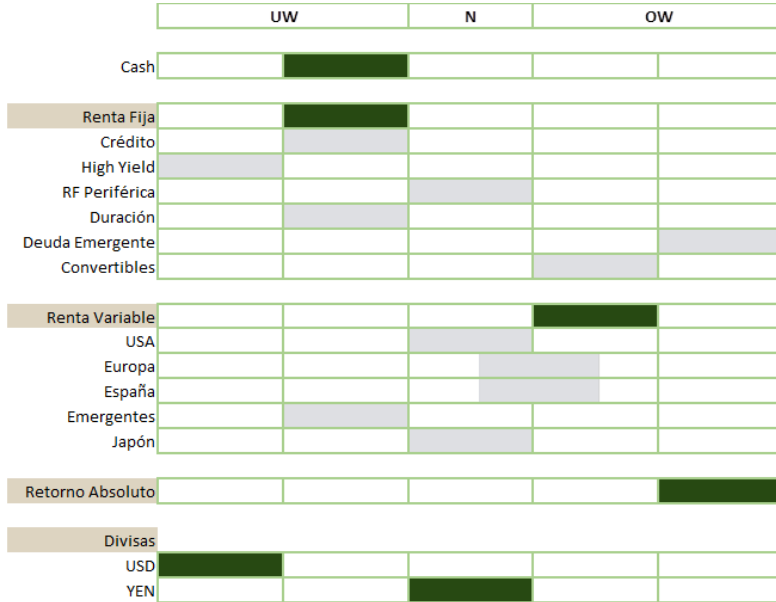
Fuente: Bloomberg

4. Principales bonos a 10 años



Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices



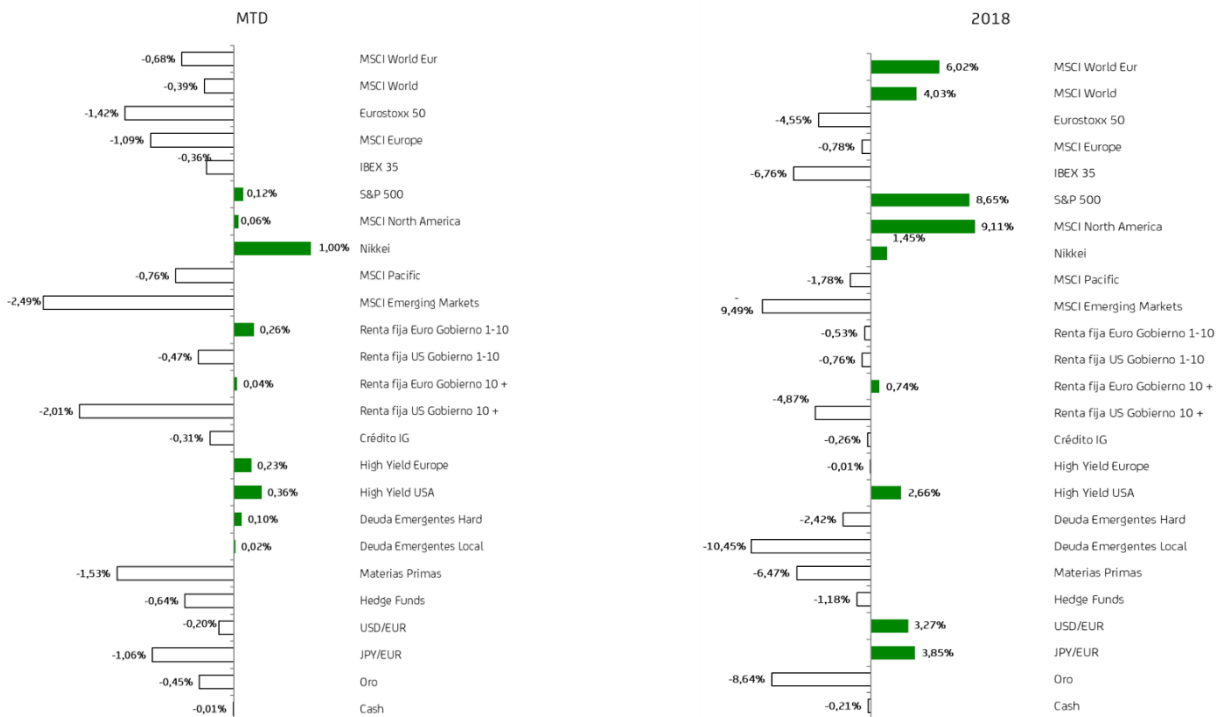
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 14/09/2018)

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