

Market Clip

11 de Octubre de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Corrección de las bolsas

Anoche las bolsas americanas sufrieron una corrección importante: el S&P 500 cayó un 3,3% y acumula una pérdida de 5% en las últimas semanas. Por su parte, las bolsas europeas siguen goteando a la baja. Ayer el Euro Stoxx 50 corrigió un 1,6%, y su rentabilidad en el año es ya del -6.7%.

En EEUU, una corrección era necesaria tras meses rompiendo máximos y no es mala para los mercados: permite la salida de dinero nervioso y la entrada de inversores que estaban esperando un momento bueno para entrar. Por otra parte, debemos acostumbrarnos a unos números rojos más elevados de lo habitual cuando el mercado corrige: los operadores electrónicos acentúan las correcciones, y la operativa de ETFs (que se suele hacer en momentos cercanos al cierre) acentúa las caídas a finales de sesión, como ocurrió ayer. La razón de esto último es que son órdenes que se envían al mercado para que se ejecuten a final de sesión, a niveles cercanos al precio de cierre, y cuando coinciden muchas órdenes en un sentido, acentúan el movimiento. En cualquier caso, una caída del 5% en EEUU no es demasiado relevante. Seguimos pensando que el entorno macro es propicio para que los mercados sigan estando fuertes. Una corrección en normal.

¿Por qué ha corregido EEUU?

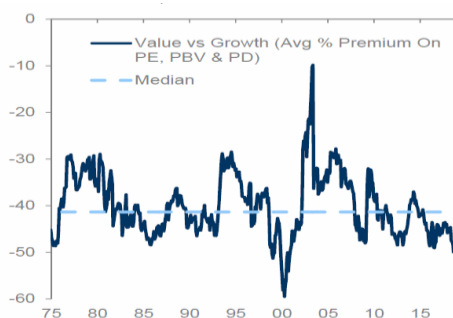
El catalizador parece haber sido unas declaraciones de LVMH, que dijo ayer que, en la frontera con China, los oficiales están siendo muy estrictos con las tarifas; hay bastante miedo al efecto que la guerra comercial pueda tener en los beneficios de las compañías el año que viene. Pero ya llevábamos bastantes días viendo corregir a las pequeñas compañías más que a las grandes y a tecnología más que al índice S&P 500. Pequeñas compañías y tecnología habían sido hasta ahora los líderes del mercado alcista. Un cambio en el liderazgo es lógico que provoque volatilidad. Anoche el subsector tecnológico del S&P cayó un 4,8% frente al 3,3% del índice. Nosotros estamos cortos de tecnología.

Creemos que es posible que veamos un cambio de liderazgo importante en los sectores que lideran los mercados. En un entorno macro de subidas de tipos de interés, los sectores *value* suelen comportarse mejor que los de crecimiento. Nuestras carteras están posicionadas con un peso importante en sectores *value*.

“En EEUU, una corrección era necesaria y no es mala para los mercados: permite la salida de dinero nervioso y la entrada de inversores que estaban esperando un momento bueno para entrar”

“En un entorno macro de subidas de tipos de interés, los sectores value suelen comportarse mejor que los de crecimiento. Nuestras carteras están posicionadas con un peso importante en sectores value”

1. El value en Europa cotiza con un descuento del 49% contra el growth



Fuente: MSCI Factset Estimates, Morgan Stanley Research

2. Value lo ha hecho peor que growth a pesar de que el BPA ha crecido más los últimos dos años



Fuente: MSCI Factset Estimates, Morgan Stanley Research

¿Qué es *value*?

Tradicionalmente se dice que los sectores *value* son los que tienen una valoración por PER y precio/valor teórico contable más atractivo, al tiempo que tienen un dividendo más alto. Sin embargo, los sectores de crecimiento o *growth* tienen como características un crecimiento de ventas y beneficios superior a la media (pasado y futuro). Pues bien, los sectores más *value* en estos momentos son bancos, energía, telecom, mineras y *utilities*. Nosotros estamos largos de las tres primeras. Al mismo tiempo, podríamos decir que la bolsa europea, por el alto peso de estos sectores en su composición, es mucho más *value* que la bolsa americana, donde el sector tecnológico tiene un peso importantísimo.

Es interesante observar el comportamiento del Euro Stoxx durante la caída de ayer: corrigió un 1,6%, pero las telecom subieron un 1,6% y los bancos sólo corrigieron un 0,14%.

¿Por qué creemos que el *value* está aún más barato de lo normal?, ¿Por qué nos gusta?

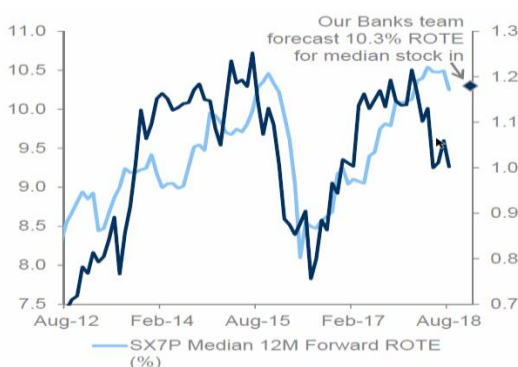
- En el gráfico 1, utilizando las métricas antes definidas, podemos observar que el *value* en Europa tiene un descuento contra el *growth* del 49%, máximos de los últimos 40 años excepto por el periodo inmediatamente posterior a la crisis tecnológica de 1999.
- Normalmente, el peor comportamiento del *value* se debe a que tienen un crecimiento del beneficio por acción menor que el de las compañías de crecimiento. Pero ese no ha sido el caso los últimos años (ver gráfico 2), y pese a todo se ha comportado francamente mal. Los beneficios de las compañías *value* han rebotado mucho, gracias principalmente al crecimiento de los beneficios de los sectores financiero y energético.
- El comportamiento del sector financiero ha sido nefasto en Europa, y su peso es alto en los índices. Tradicionalmente decimos que se debe a que tipos tan bajos no permiten que los bancos ganen dinero, pero en la gráfica 3 podemos ver que se están comportando peor de lo que lo suelen hacer en base a su nivel de retorno sobre el capital.
- Creemos que en EEUU también va a haber un retorno del buen comportamiento del *value*: si las grandes tecnológicas pierden su liderazgo, el mercado se fijará más en valoración y dividendo que en crecimiento.
- Las compañías tecnológicas se han visto enormemente beneficiadas por el plan de repatriación de beneficios y las bajadas de impuestos aprobadas en EEUU, y su efecto en 2019 se debería diluir.
- La valoración de algunos subsectores, como mineras y telecom, es extrema en términos históricos.

“Los sectores más value en estos momentos son bancos, energía, telecom, mineras y utilities. Nosotros estamos largos de las tres primeras”

“El value en Europa tiene un descuento contra el growth del 49%, máximos de los últimos 40 años excepto por el periodo inmediatamente posterior a la crisis tecnológica de 1999”

“Creemos que en EEUU también habrá un retorno del buen comportamiento del value: si las grandes tecnológicas pierden su liderazgo, el mercado se fijará más en valoración y dividendo que en crecimiento”

3. Los bancos están cotizando por debajo de su correlación habitual con su ROTE



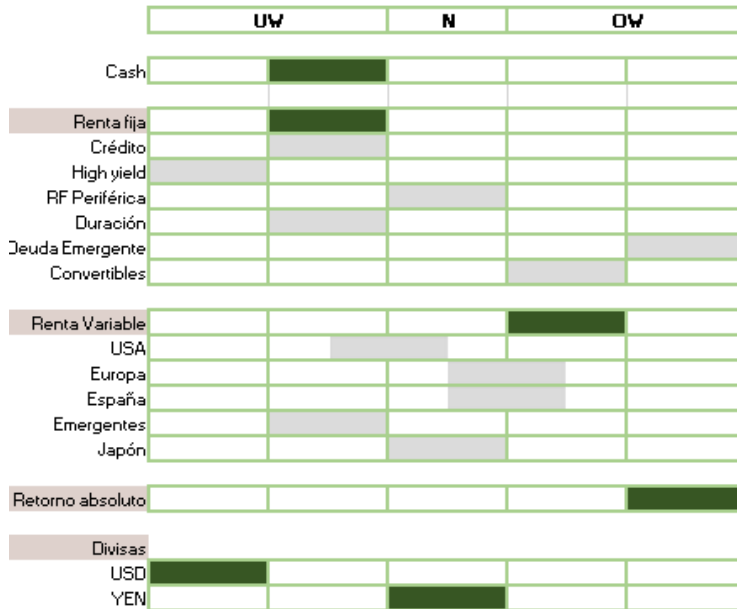
Fuente: MSCI Factset Estimates, Morgan Stanley Research

4. Empezamos a ver un buen comportamiento de sectores value

Name	%Chg
1) All Securities	-1.65%
2) > Consumer Discretio...	-4.41%
3) > Information Techno...	-4.69%
4) > Industrials	-2.34%
5) > Materials	-2.89%
6) > Consumer Staples	-1.19%
7) > Communication Ser...	+1.55%
8) > Utilities	-1.65%
9) > Financials	-0.14%
10) > Energy	+0.24%
11) > Health Care	-0.17%
12) > Real Estate	-1.07%

Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices



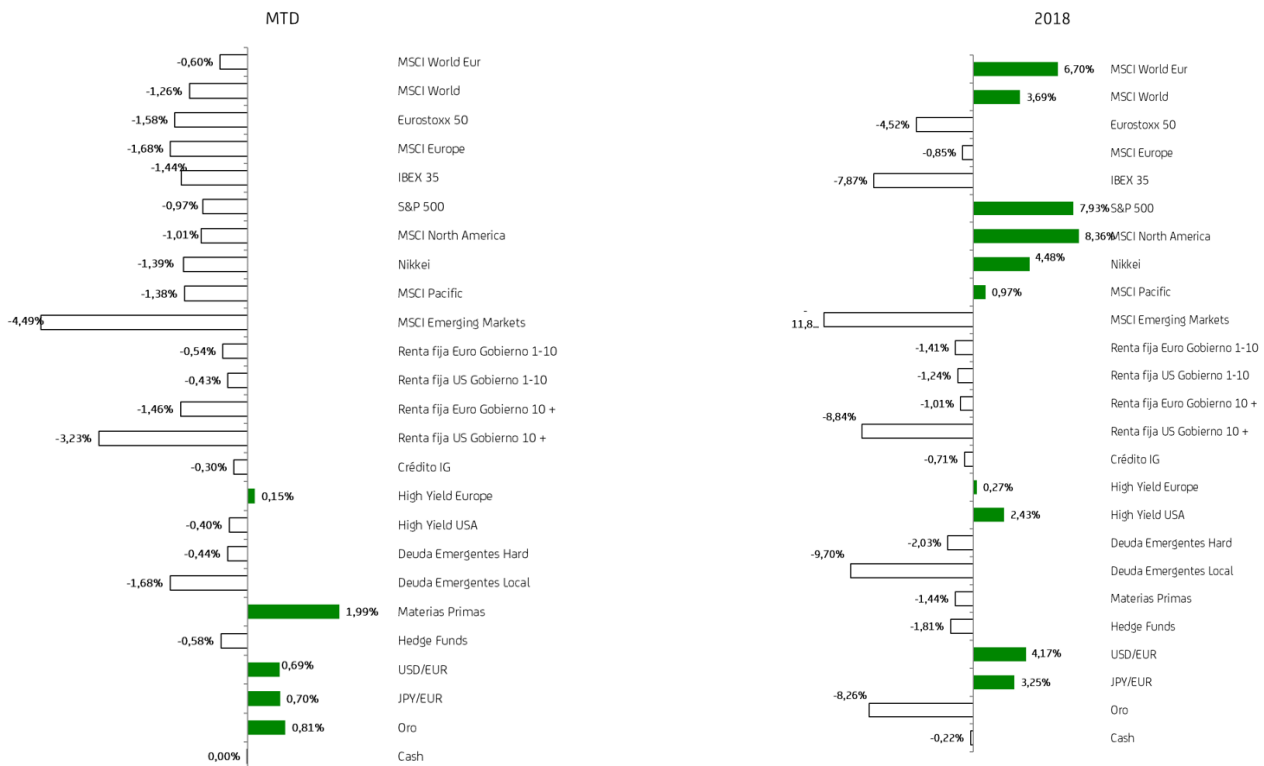
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 05/10/2018)
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