

## Market Clip

18 de Octubre de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

## ¿Por qué ha corregido el Mercado?

La caída de las bolsas de la semana pasada ha tenido como catalizador la importante subida de la rentabilidad de los bonos a 10 años en Estados Unidos (ver gráfico 1). La primera semana de octubre ya empezaron a repuntar y las pequeñas compañías y la tecnología americanas lo descontaron inmediatamente con caídas. En el caso del S&P 500, aguantó bien esos días, para corregir finalmente con fuerza los días 10 y 11 de este mes.

### ¿Es una corrección extraordinaria?

Lo primero que queremos demostrar es que no lo es. Como podemos ver en el gráfico 2, desde 2009, el S&P 500 ha sufrido al menos 15 caídas como la de la semana pasada, y todas han acabado en rebotes posteriores y nuevos máximos.

¿Por qué se ha puesto tan nervioso el mercado con los tipos de interés?

El gobernador de la FED, Jerome Powell dijo el día 3 de octubre que los tipos de interés están aún a un largo camino de un nivel neutral. Un nivel neutral es aquél en que los tipos de interés de intervención no son ni acomodaticios ni restrictivos para la economía (ni la aceleran ni la frenan). El problema es que el mercado consideraba que un nivel neutral estaba en torno a 2,5% - 2,75% (están ahora al 2,25%). Tras su discurso, ahora se cree que la FED considera que el nivel neutral está por encima del 3%, por lo que además de la subida de tipos de finales de este año, el año que viene la FED tendría que subir otras 4 veces. De hecho, ayer se publicaron las actas de la última reunión de la FED y accedimos a más información: todos los participantes votaron a favor de la subida de tipos, consideran que deberían seguir subiendo gradualmente ya que hay una expansión económica sostenida, un mercado laboral fuerte e inflación cerca del 2% a medio plazo. Además, algunos miembros dijeron que la FED puede tener que ir más allá de un tipo neutral y hacerlos restrictivos.

Tras las palabras de Powell del 3 de octubre, empezaron corrigiendo las pequeñas compañías y el sector tecnológico, y posteriormente vimos una corrección en el S&P 500.

*“Desde 2009, el S&P 500 ha sufrido al menos 15 caídas como la de la semana pasada, y todas han acabado en rebotes posteriores y nuevos máximos”*

*“Jerome Powell dijo el día 3 de octubre que los tipos de interés están aún a un largo camino de un nivel neutral”*

1. Repunte de la rentabilidad del bono a 10 años Americano en octubre



Fuente: Bloomberg

2. Desde 2009 ha habido al menos 15 caídas igual o más fuertes que la de la semana pasada en EEUU



Fuente: Bloomberg

La buena noticia es que estamos viendo un relevo en el liderazgo: el crecimiento y las compañías más caras lo han hecho mal y las empresas baratas y/o los sectores más defensivos están repuntando. Estamos posicionados para que esto ocurra. La caída se ha visto reflejada en todas las bolsas del mundo, mientras que otros activos como el crédito o la deuda emergente no se han visto afectados (señal de fortaleza).

### ¿Van a seguir subiendo mucho los tipos a 10 años en EEUU?

Nosotros creemos que, por ahora, no mucho, porque la inflación no está subiendo con fuerza. Si ésta empezase a hacerlo, las cosas cambiarían. De hecho, el rebote que hemos visto los últimos días se debe principalmente a que el dato de inflación que se publicó el viernes no fue nada fuerte. En la gráfica 3 podemos ver cómo la última subida del 10 años americano ha sido en solitario, sin que las expectativas de inflación del mercado le acompañasen. Como consecuencia, los tipos reales se han elevado, lo que no vemos consistente a futuro. ¿Realmente la FED quiere ser dura?

Por último, en el gráfico 4 vemos la descomposición de la rentabilidad del bono a 10 años en dos componentes: los tipos *breakeven* (o expectativas de inflación del mercado) y los tipos reales. Si aislamos el área gris (es la misma variable que la línea gris del gráfico anterior) vemos que no se ha movido y, sin embargo, todo el movimiento reciente ha derivado en una subida de los tipos reales. Los tipos de interés reales son muy importantes, porque son lo que pueden mover a un empresario a no invertir en CAPEX y a un particular a preferir ahorrar que invertir (bate la inflación con facilidad).

### ¿Qué hemos hecho?

No hemos reaccionado comprando o vendiendo bolsa. Mantenemos una ligera sobreponderación en bolsa.

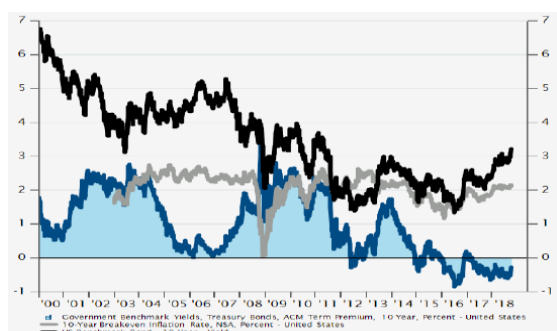
Sin embargo, hemos comprado algo de oro en los fondos mixtos (sin cubrir la divisa). ¿Por qué? 1) es un activo que protege ante fuertes correcciones, 2) los bonos no están actuando como protección, 3) es uno de los activos que peor lo ha hecho los últimos 5 años 4) las posiciones de los *Hedge Funds* en Oro están tres desviaciones típicas por debajo de la media 5) si la inflación repunta con fuerza (lo que invalidaría parte de nuestra estrategia), el oro actúa como una importante protección. 6) creemos que la subida de los tipos reales no tiene sentido: o la FED espera más inflación o será cauta para que los tipos a largo plazo no sigan subiendo más que las expectativas de inflación.

**Seguimos siendo moderadamente optimistas, porque el crecimiento económico es fuerte. Pero al mismo tiempo estamos reevaluando el efecto que la guerra comercial, unas condiciones financieras algo más restrictivas, la pelea por los presupuestos italianos y el Brexit pueden estar teniendo en la economía. A corto plazo, creemos que la publicación de resultados puede ayudar a que las bolsas reboten.**

*“Estamos viendo un relevo en el liderazgo: el crecimiento y las compañías más caras lo han hecho mal, y las empresas baratas y/o los sectores más defensivos están repuntando. Estamos posicionados para que esto ocurra”*

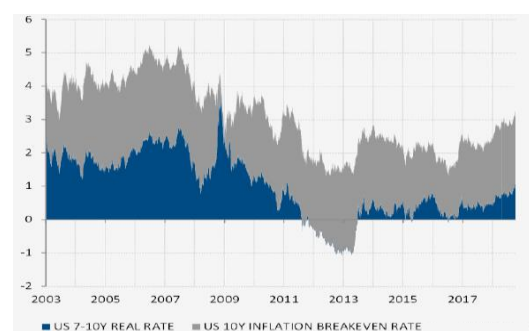
*“Hemos comprado algo de oro en los fondos mixtos sin cubrir la divisa”*

3. Bono americano a 10 años – Tipo Nominal y Breakeven de la inflación



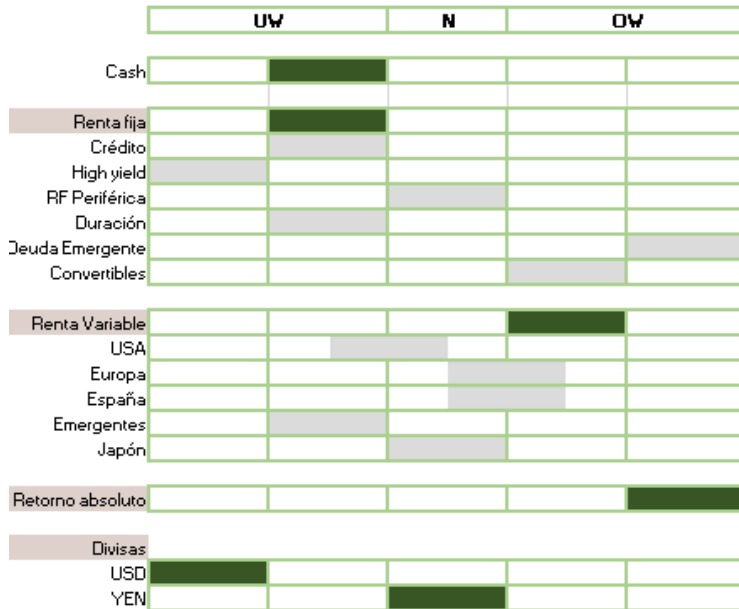
Fuente: SYZ AM, FactSet Research Systems

4. Bono americano a 10 años – Tipos reales y Componentes de inflación esperados



Fuente: SYZ AM, Factset

### Ponderación de las carteras respecto a los índices



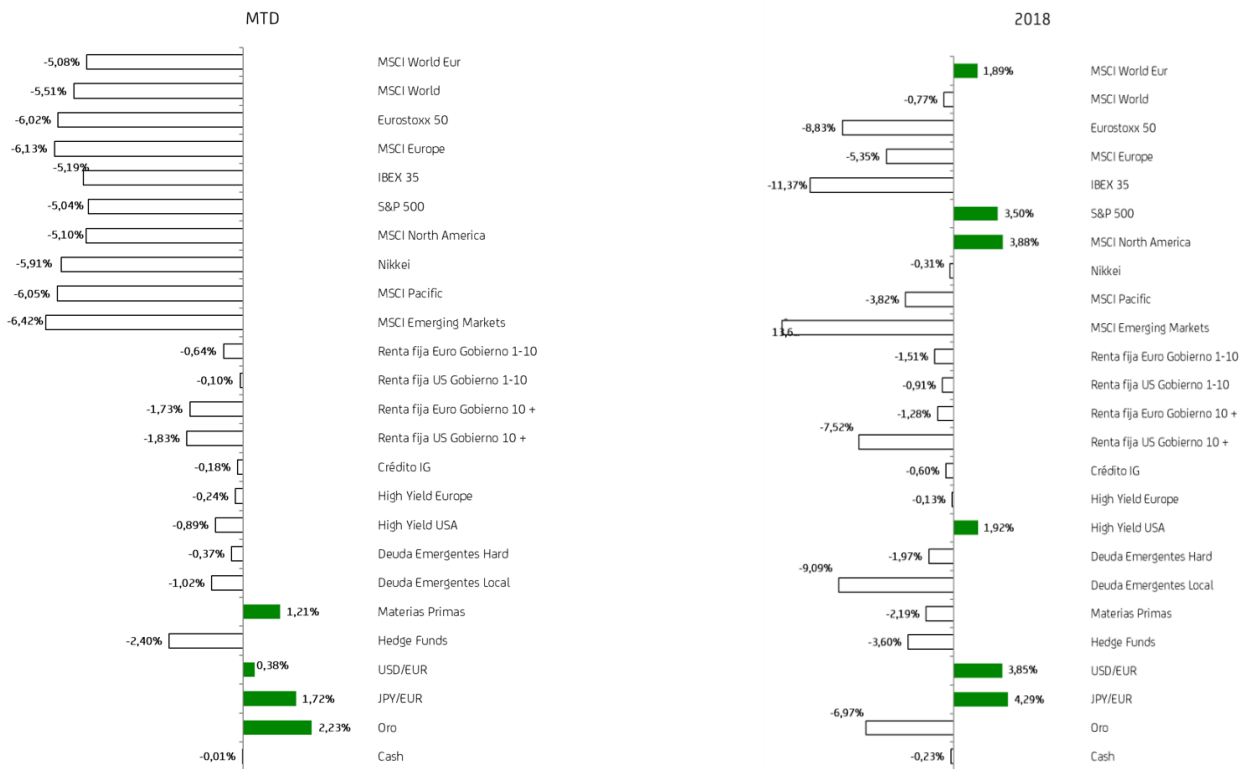
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 12/10/2018)  
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](mailto: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](mailto: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](http://www.alantrawealthmanagement.com)

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza