

09/04/2018

Perspectivas y recomendaciones. Abril 2018

Un repaso al tercer trimestre

El primer trimestre de 2018 ha estado marcado por el **retorno de la volatilidad**, que, tras permanecer ausente durante todo 2017, ha sido la principal noticia de este arranque de ejercicio para los mercados financieros.

Después de un espectacular inicio de año, cuando varios mercados bursátiles protagonizaron el mejor arranque de ejercicio de los últimos tiempos, con la llegada de febrero hemos visto fuertes caídas en los mercados financieros. En concreto, las bolsas se dejaron un 10% en pocas sesiones, marcadas por un repunte de la volatilidad. Y, una vez que los mercados lograron normalizar la situación, la volatilidad se ha consolidado en niveles de 20, que, aunque son superiores a los de 2017, son similares a la media histórica.

Durante marzo, hemos visto varios focos de incertidumbre que han mermado las rentabilidades de las bolsas. Por un lado, el aumento de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, con los anuncios de nuevas medidas arancelarias sobre las importaciones de cada país. Y, por otro, las dudas sobre el futuro de la regulación sobre varias empresas tecnológicas clave como Facebook. Ambas noticias han provocado caídas significativas en las bolsas durante las últimas sesiones del trimestre, que han arrastrado a los principales índices bursátiles a terreno negativo.

De esta forma, el índice mundial de renta variable ha cedido un 2,67% en moneda local durante el primer trimestre y un 4,06% en euros debido, principalmente, a la fortaleza de la divisa europea frente al dólar. Con todo, y a pesar del resultado negativo de los mercados de renta variable, la situación macroeconómica no se ha visto afectada en absoluto y los principales indicadores adelantados siguen mostrando lecturas positivas. Además, los datos de crecimiento de las principales economías se mantienen muy sólidos y las cifras de inflación se sitúan en niveles muy comedidos, que permiten a los bancos centrales normalizar sus políticas monetarias de forma gradual sin excesivas presiones. En la parte final del trimestre hemos conocido el dato final de crecimiento del cuarto trimestre de 2017 en Estados Unidos. Tras una segunda revisión decepcionante (se esperaba un dato interanual de crecimiento del 2,7% y la estimación se quedó en un 2,5%), el dato, finalmente, ha sido del 2,9%, mejorando así las estimaciones y sobrepasando ampliamente la revisión anterior.

La **mejora del entorno macroeconómico** también se ha trasladado de forma efectiva a las cuentas de las compañías. La temporada de resultados del cuarto trimestre en Estados Unidos se ha saldado con un incremento de los beneficios empresariales cercano al 15%, cuatro puntos más

que lo estimado inicialmente por el consenso de los analistas y, además, más del 70% de las compañías han conseguido mejorar las expectativas, tanto en cifra de ventas como en beneficios.

	Mes en Curso		Año en Curso		En 2017		En 2016		Desde 31/12/2007	
	Del	28/02/2018	Del	29/12/2017	Del	30/12/2016	Del	31/12/2015	Del	31/12/2007
	Hasta	30/03/2018	Hasta	30/03/2018	Hasta	29/12/2017	Hasta	30/12/2016	Hasta	30/03/2018
Índices Renta Variable	Moneda		Moneda		Moneda		Moneda		Moneda	
	Local	EUR	Local	EUR	Local	EUR	Local	EUR	Local	EUR
MSCI World Free.	-2.54	-3.22	-2.67	-4.06	16.27	5.50	6.77	8.47	36.42	54.65
MSCI Europe	-2.25	-2.35	-4.92	-4.87	10.02	7.28	4.01	-0.50	-0.41	-1.90
EURO STOXX 50 (Europa)	-2.25	-2.25	-4.07	-4.07	6.49	6.49	0.70	0.70	-23.60	-23.60
IBEX 35 (España)	-2.44	-2.44	-4.42	-4.42	7.40	7.40	-2.01	-2.01	-36.77	-36.77
S&P 500 (Usa)	-2.69	-3.34	-1.22	-3.39	19.42	4.77	9.54	12.85	79.85	113.39
Dow Jones Industrial Average (Usa)	-3.70	-4.34	-2.49	-4.63	25.08	9.73	13.42	16.85	81.71	115.59
MSCI Japan. (Japon)	-3.19	-3.68	-5.58	-2.35	17.61	6.96	-2.60	3.46	7.79	34.60
Nikkei 225 (Japón)	-2.78	-3.25	-5.76	-2.59	19.10	8.25	0.42	7.43	40.15	77.63
MSCI Pacific ex Japan	-3.73	-5.48	-3.63	-6.94	14.95	6.30	4.08	6.74	-2.42	7.97
MSCI EM (Emerging Markets).	-2.05	-2.85	0.37	-1.32	27.76	18.01	7.12	11.83	18.57	11.75
MSCI World/Consumer Discretionary	-2.71	-3.46	0.18	-1.04	18.34	6.95	2.46	4.53	106.17	140.04
MSCI World/Financials	-4.39	-5.23	-3.13	-4.87	14.78	5.15	10.93	12.75	-6.43	3.59
MSCI World/Information Technology	-3.73	-4.60	2.66	0.61	35.42	20.07	10.28	13.48	131.29	176.35
MSCI World/Industrials	-2.83	-3.59	-3.42	-4.48	18.39	8.04	11.99	14.13	43.97	66.69
MSCI World/Energy	0.81	0.13	-6.62	-8.42	-1.64	-10.45	25.82	26.51	-22.18	-17.20
MSCI World/Materials	-4.39	-5.14	-6.37	-7.52	19.54	10.92	22.50	23.78	-3.96	5.61
MSCI World/Consumer Staples	-0.40	-1.15	-6.92	-8.07	10.37	0.51	2.27	2.60	68.84	90.24
MSCI World/Health Care	-2.44	-3.33	-2.59	-4.19	15.13	3.56	-7.15	-5.49	98.67	128.90
MSCI World/Utilities	3.53	2.80	-3.29	-4.78	6.70	-2.95	4.89	6.06	-19.57	-11.10
MSCI World/Telecommunication Services	-1.98	-2.61	-8.00	-8.74	-2.22	-10.25	4.63	5.45	-6.07	-0.53

Índices Renta Fija

Bonos gobierno global	1.09	0.55	2.19	3.75	n.a.
Bonos gobierno USA 10Y	1.27	-1.90	2.54	1.02	54.08
Bonos gobierno Germany +10Y	2.62	1.11	-2.40	9.30	119.53
Bonos gobierno Spain +10Y	5.30	8.67	0.18	8.30	120.12
JPM EMU 1-3	0.15	0.06	-0.30	0.41	23.31
JPM EMU 3-5	0.65	0.39	0.21	1.52	44.41
JPM EMU	1.64	1.47	0.41	3.13	62.59
Corporativos Global	0.22	-1.41	5.70	6.22	64.02
Corporativos IG USA	0.25	-2.32	6.42	6.11	69.30
Corporativos IG Euro	-0.10	-0.39	2.41	4.73	58.51
HY Global	-0.27	-0.71	8.42	15.60	126.23
HY USA	-0.60	-0.86	7.50	17.13	114.68
HY Euro	-0.11	-0.26	6.24	6.48	141.86
EM Hard Currency	0.83	-0.12	3.04	3.95	50.16
EM Local Currency	0.64	-1.46	3.54	2.65	45.94
EM Corporativos	1.07	0.73	0.68	3.32	60.08

Divisas

Euro/Dólar	-0.93	-2.59	-12.39	3.32	18.33
Euro/Yen	-0.50	3.29	-9.10	6.21	24.49
Euro/Libra	0.74	1.02	-3.89	-13.59	-16.34

Destaca el buen comportamiento de las bolsas en Estados Unidos, debido al incremento de las expectativas de beneficios para este año, como consecuencia de la reforma fiscal y la repatriación de capitales en el extranjero. Sin embargo, la debilidad del dólar frente al euro hace que los resultados estén más en línea con los índices globales, una vez los medimos en euros. Otro de los mercados con mejor comportamiento relativo ha sido los emergentes, que son los principales beneficiados de la mejora del entorno global de forma sincronizada.

En Europa, la fortaleza del euro frente al dólar, la incertidumbre política generada tras las elecciones en Italia y una temporada de resultados empresariales menos boyante que en Estados



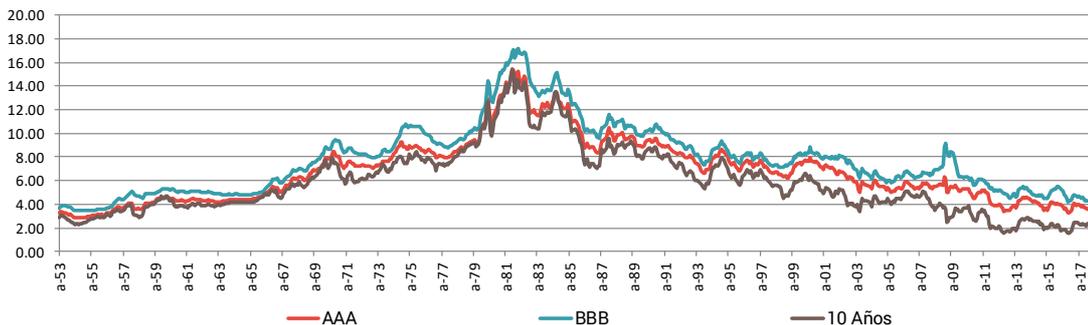
Unidos, han sido los principales factores que explican un peor comportamiento relativo de las bolsas durante la primera parte del año. Otro factor que responde a esta diferencia de comportamiento es la composición sectorial de los índices en Europa, donde el peso en tecnología es inferior al de otras zonas geográficas como Estados Unidos o mercados emergentes.

En Japón, la evolución del yen ha sido uno de los principales factores que ha dirigido el comportamiento de las bolsas. Tras un inicio de año espectacular, el aumento de la volatilidad en los mercados ha terminado provocando una apreciación significativa del yen, considerado uno de los activos refugio por excelencia. De esta manera, aunque el resultado de las bolsas en moneda local haya sido negativo, si lo medimos en euros o en dólares, Japón destaca como una de las regiones con mejor comportamiento relativo.

A **nivel sectorial**, en renta variable, el comportamiento ha sido negativo en términos generales, aunque con notables diferencias entre sectores. A pesar del resultado negativo a nivel agregado, se mantiene la tendencia que venimos observando durante 2017, los sectores *growth* siguen generando un mejor comportamiento relativo que los *value*. Así, con el cierre del trimestre en moneda local destacan positivamente: tecnología (2,66%) y consumo discrecional (0,18%). Por el lado negativo, las mayores caídas se han dado en consumo básico (-6,92%) y en telecomunicaciones (-8,0%).

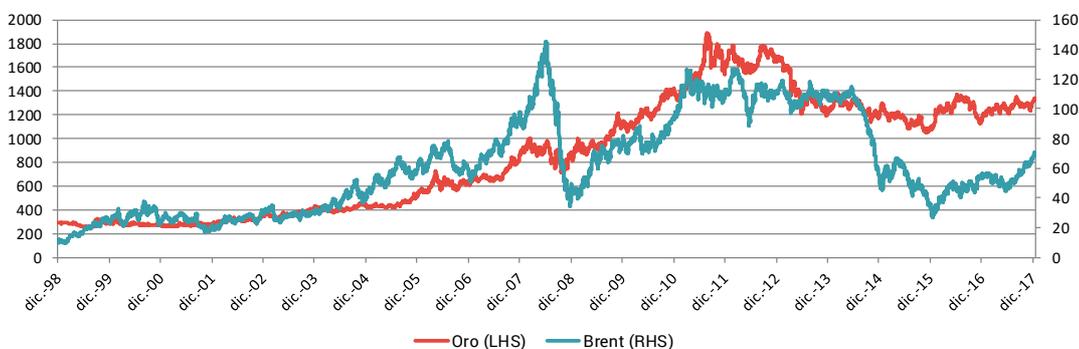
En **renta fija**, después de observar un aplanamiento en la curva de tipos de interés en Estados Unidos durante el año pasado, en este trimestre hemos presenciado un importante repunte de estos en la mayoría de los plazos de la curva de tipos (manteniéndose muy plana). Los miedos ante un repentino aumento de la inflación en Estados Unidos y la buena evolución de la macroeconomía global, han provocado una ligera presión sobre las rentabilidades exigidas en el mercado de bonos a nivel global. En deuda corporativa, los recortes de los mercados de renta variable durante el tramo final del trimestre han generado un ligero aumento de los diferenciales de crédito y una relajación en las tises de bonos de gobiernos europeos a más largo plazo.





	30-mar.-18	28-feb.-18	29-dic.-17
AAA (%)	3.82	3.84	3.45
BBB (%)	4.63	4.55	4.17
10 Años (%)	2.74	2.86	2.41

Al contrario que en los mercados de renta variable y renta fija, en el apartado de materias primas el trimestre ha tenido resultados positivos. El **petróleo**, el barril de tipo Brent, ha acumulado una rentabilidad del 7% y se consolida por encima de los 65 dólares por barril, acercándose así de nuevo a la zona de 70 dólares. Por su parte, el **oro** ha registrado un comportamiento bastante estable durante este trimestre y se ha consolidado en los 1.320 dólares por onza.



	30-mar.-18	28-feb.-18	29-dic.-17
Oro \$	1322.80	0.37%	1317.90
Brent \$	69.13	7.24%	64.46

En términos de **valoración**, seguimos observando **las mejores oportunidades de inversión en los mercados de renta variable**. Aunque consideramos que la bolsa estadounidense está cotizando a niveles menos atractivos, sí vemos interesantes las de Europa, Japón y los mercados emergentes; sobre todo en la región de Asia-Pacífico.



Mantenemos nuestras recomendaciones de inversión: sobreponderamos la exposición de renta variable al 60%, continuamos con una importante infraponderación en renta fija (30%) y mantenemos la inversión en activos monetarios en el escenario neutral del 10%.

Evolución de tipos de interés y divisas

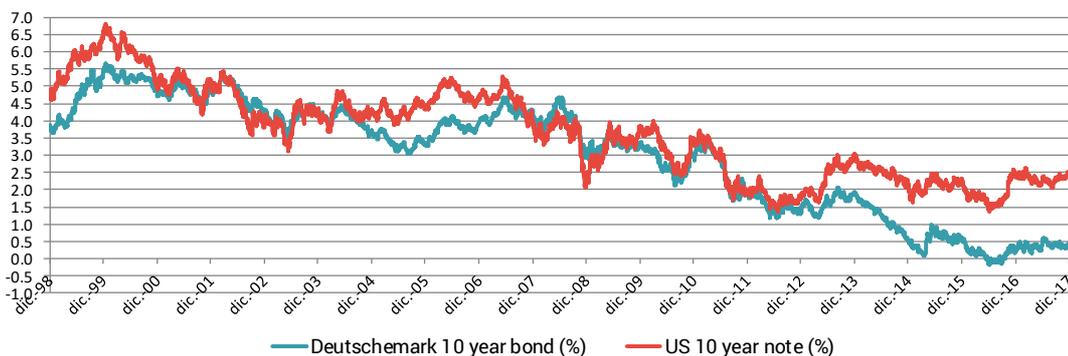
Tipos de interés a largo plazo

Durante los últimos meses hemos podido observar cómo el impacto de las intervenciones de los bancos centrales sobre los mercados de renta fija van siendo menores y cómo la evolución de las variables macroeconómicas toma mayor protagonismo. Como muestra de ello, a pesar de las decisiones que los bancos centrales han ido publicando, la fortaleza de los datos de crecimiento a nivel global ha provocado un **subida generalizada en los tipos de interés**.

No obstante, durante los primeros meses del año, las principales entidades, han tomado decisiones de relevancia. En Europa, el presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, advirtió a principios de año que el BCE dejaba abierta la posibilidad para extender el programa de compras de activos, que se sitúa actualmente en 30.000 millones de euros mensuales, más allá del mes de septiembre si fuese necesario. En Estados Unidos, Jerome Powell tomó el relevo a Janet Yellen como presidente de la Reserva Federal, y en su reunión de marzo llevó a cabo su primera decisión de subida de tipos de interés, tal y como esperaba el consenso de mercado. Con esta nueva subida de 25 puntos básicos, el tipo de referencia en Estados Unidos se sitúa en el rango del 1,5 % y el 1,75%. En sus declaraciones posteriores, Powell anunció la posibilidad de ver dos nuevas subidas de tipos durante 2018, rebajando drásticamente las posibilidades de que hubiera cuatro subidas a lo largo de este ejercicio y, además, elevó hasta tres las proyecciones de subida de tipos para 2019.

En cuanto a los bonos de gobierno a más largo plazo, durante este periodo hemos observado movimientos más acusados tanto en Estados Unidos como en Europa. En el caso del estadounidense a 10 años, los temores ante un aumento de la inflación y la fortaleza de los datos de crecimiento hicieron que pasase del 2,4% de TIR, nivel en el que arrancó 2018, hasta tocar prácticamente el 3% en febrero. Por su parte, el alemán a 10 años llegó a ofrecer una rentabilidad del 0,80%, cuando inició el año en la zona del 0,40%. Sin embargo, las caídas en los mercados de renta variable de las últimas semanas han provocado una mayor demanda de bonos soberanos, reduciendo las rentabilidades exigidas. De esta forma, el estadounidense a 10 años ha terminado marzo con una TIR del 2,75% mientras que el alemán se ha quedado en el 0,50%.





	30-mar.-18	28-feb.-18	29-dic.-17
Aleman 10y (%)	0.497	0.656	0.427
USA 10y (%)	2.739	2.861	2.405

Además del aumento generalizado de tipos en los mercados de renta fija, la debilidad de las bolsas también provocó un ligero aumento de los diferenciales de crédito, tanto los diferenciales de crédito de mayor calidad (grado de inversión) como los de crédito *high yield*. Este incremento de los diferenciales de crédito ha sido más acusado en Estados Unidos que en Europa.

En cuanto a **emergentes**, el aumento de los tipos en Estados Unidos tuvo un efecto negativo sobre la deuda de gobierno emitida en moneda fuerte (generalmente dólar), pero los diferenciales de deuda emergente se mantuvieron estables. Con la apreciación de las monedas emergentes frente al dólar, la deuda emergente en moneda local se ha convertido en uno de los activos de renta fija con mejor comportamiento durante el periodo, junto con los bonos de gobierno europeos.

Tipos de interés a corto plazo

A pesar de que el mensaje de Draghi es claro y sigue haciendo hincapié en mantener políticas monetarias expansivas hasta recuperar niveles de inflación cercanos al 2%, los datos de **inflación** en Europa se mantienen en niveles muy modestos. Con la última cifra conocida de inflación de marzo, la tasa general anual se ha situado en el 1,4%, mientras que el dato subyacente permanece en el 1%.

Divisas

La evolución de las variables macroeconómicas y las declaraciones de los miembros de los bancos centrales siguen siendo las principales referencias que dirigen los mercados de divisas. Durante el primer trimestre, se ha mantenido la dinámica que venimos observando durante los últimos meses, con el **euro** fortaleciéndose frente al **dólar**. Sin embargo, a diferencia de lo observado durante el año anterior, la apreciación del euro se debe principalmente a la debilidad del



dólar frente a la mayoría de las divisas y no a un fortalecimiento de la divisa europea, como venía sucediendo.

Tras un inicio de año en el que hemos visto que el euro ha llegado a apreciarse cerca de un 4% frente a la divisa estadounidense, e incluso ha superado la barrera de los 1,25 dólares por euro, el retorno de la volatilidad a los mercados ha provocado la recuperación de las divisas fuertes como el dólar o el yen japonés. De esta forma, el tipo de cambio euro-dólar ha terminado marzo en la zona de 1,23 dólares por euro, lo que supone una apreciación de la divisa europea del orden del 2,7%.

En cuanto al **yen**, el repentino aumento de la volatilidad ha provocado que se aprecie frente a la gran mayoría de divisas al considerarse uno de los principales activos refugio del mercado. Aunque llegamos a ver el cruce euro-yen en niveles de 137 en enero, finalmente ha finalizado el trimestre en la zona de 131 e incluso hemos llegado a verlo por debajo de 130. Por último, vimos algo más de estabilidad en el cruce de la **libra** esterlina frente al euro, aunque en lo que llevamos de año la libra se aprecia un 1% frente a este y se sitúa por debajo de las 0,88 libras por euro.



	30-mar.-18	28-feb.-18	29-dic.-17
USD	1.2324	1.2209	1.2005
	0.94%		2.66%

La información contenida en este documento informativo es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto de un adecuado asesoramiento personalizado. El documento informativo de visión de mercados ha sido elaborado a fecha de 09/04/2018 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.