

07/03/2018

Perspectivas y recomendaciones. Marzo 2018

Después de un espectacular arranque de año, en el que los activos de riesgo brillaron durante el mes de enero, gracias a la mejora del entorno macroeconómico y un fuerte crecimiento de los beneficios empresariales, cerramos el mes de febrero con recortes significativos en los mercados financieros.

Un dato de crecimiento de salarios en Estados Unidos superior al estimado, y el miedo de que se produjera un inminente aumento de inflación, provocó un repunte de las rentabilidades de los bonos, que se trasladó a los mercados de renta variable. Las bolsas recortaron un 10% en pocas sesiones durante los primeros días de febrero y, como consecuencia, se produjo un tremendo repunte de la volatilidad, que en los doce meses anteriores había permanecido en niveles mínimos históricos. En concreto, la volatilidad pasó de 17 puntos a 37 en un intervalo muy reducido, lo que generó ventas forzadas en numerosas estrategias, cuyo objetivo de inversión se basa, principalmente, en controlar el riesgo de las carteras utilizando métricas de volatilidad.

A pesar de la virulencia del movimiento, en magnitud y tiempo, cuesta encontrar motivos para pensar que esta corrección se deba a motivos fundamentales. La temporada de resultados empresariales en Estados Unidos ha sido muy buena, batiendo ampliamente las estimaciones de los analistas, y los indicadores macroeconómicos adelantados siguen mostrando lecturas positivas que nos hacen seguir siendo optimistas con la evolución del crecimiento global. Además, durante las caídas, apenas vimos diferencias significativas de comportamiento entre compañías defensivas y cíclicas, lo que nos hace sospechar que la buena percepción macroeconómica de los inversores no ha cambiado.

En febrero, la rentabilidad de la bolsa mundial, medida por el índice MSCI World, tuvo una caída del 3,69% en moneda local -medida en euros fue del 2,26%, debido a la debilidad de la moneda única durante febrero-. Con esta caída, se evaporan las ganancias obtenidas por el índice mundial en enero, aunque se aprecian diferencias por regiones. Así, Europa es la que peor comportamiento relativo tuvo, con pérdidas cercanas al 3% en lo que llevamos de año, mientras que Estados Unidos se mantiene prácticamente plano -medido en euros- y los mercados emergentes y Japón acumulan subidas superiores al 1% en el año.

Si nos centramos en el cierre de febrero, Estados Unidos se dejó un 3,87% (-1,81% en euros), Japón, un 3,75% (aunque medido en euros ganó un 0,57%) y Europa cayó un 4%. Por países, y en moneda local, destacan positivamente la ganancia acumulada en el año de Brasil, del 11,19%, y de Rusia, del 11,43%. Entre las peores bolsas hay que mencionar a Filipinas, con un retroceso del 10,73% e Irlanda, con una pérdida del 6,07%.

	Mes en Curso		Año en Curso		En 2016		En 2015		Desde 31/12/2007	
	Del	31/10/2017	Del	31/12/2016	Del	31/12/2015	Del	31/12/2014	Del	31/12/2007
	Hasta	30/11/2017	Hasta	30/11/2017	Hasta	30/12/2016	Hasta	31/12/2015	Hasta	30/11/2017
	Moneda Local	EUR	Moneda Local	EUR	Moneda Local	EUR	Moneda Local	EUR	Moneda Local	EUR
Índices Renta Variable										
MSCI World Free.	-3.69	-2.26	-0.12	-0.86	16.27	5.50	6.77	8.47	39.98	59.80
MSCI Europe	-3.73	-4.08	-2.73	-2.58	10.02	7.28	4.01	-0.50	1.88	0.46
EURO STOXX 50 (Europa)	-4.72	-4.72	-1.86	-1.86	6.49	6.49	0.70	0.70	-21.84	-21.84
IBEX 35 (España)	-5.85	-5.85	-2.03	-2.03	7.40	7.40	-2.01	-2.01	-35.19	-35.19
S&P 500 (Usa)	-3.89	-2.27	1.50	-0.05	19.42	4.77	9.54	12.85	84.82	120.76
Dow Jones Industrial Average (Usa)	-4.28	-2.67	1.25	-0.30	25.08	9.73	13.42	16.85	88.69	125.38
MSCI Japan. (Japon)	-3.75	0.57	-2.46	1.38	17.61	6.96	-2.60	3.46	11.34	39.74
Nikkei 225 (Japón)	-4.46	-0.45	-3.06	0.69	19.10	8.25	0.42	7.43	44.16	83.60
MSCI Pacific ex Japan	-1.40	-2.09	0.10	-1.54	14.95	6.30	4.08	6.74	1.36	14.23
MSCI EM (Emerging Markets).	-3.99	-2.70	2.47	1.58	27.76	18.01	7.12	11.83	21.05	15.02
MSCI World/Consumer Discretionary	-3.30	-1.90	2.97	2.50	18.34	6.95	2.46	4.53	111.91	148.63
MSCI World/Financials	-2.76	-2.26	1.31	0.38	14.78	5.15	10.93	12.75	-2.13	9.30
MSCI World/Information Technology	-0.30	1.34	6.64	5.46	35.42	20.07	10.28	13.48	140.24	189.66
MSCI World/Industrials	-4.26	-3.11	-0.61	-0.92	18.39	8.04	11.99	14.13	48.15	72.90
MSCI World/Energy	-8.43	-8.13	-7.37	-8.53	-1.64	-10.45	25.82	26.51	-22.81	-17.31
MSCI World/Materials	-4.33	-4.02	-2.07	-2.51	19.54	10.92	22.50	23.78	0.45	11.32
MSCI World/Consumer Staples	-6.27	-5.51	-6.55	-6.99	10.37	0.51	2.27	2.60	69.51	92.46
MSCI World/Health Care	-4.20	-3.04	-0.14	-0.89	15.13	3.56	-7.15	-5.49	103.65	136.79
MSCI World/Utilities	-4.12	-3.24	-6.59	-7.37	6.70	-2.95	4.89	6.06	-22.31	-13.53
MSCI World/Telecommunication Services	-5.18	-4.25	-6.14	-6.29	-2.22	-10.25	4.63	5.45	-4.17	2.13

Índices Renta Fija					
Bonos gobierno global	0.10	-0.54	2.19	3.75	n.a.
Bonos gobierno USA 10Y	-0.95	-3.13	2.54	1.02	52.15
Bonos gobierno Germany +10Y	0.07	-1.47	-2.40	9.30	113.93
Bonos gobierno Spain +10Y	-0.33	3.20	0.18	8.30	109.04
JPM EMU 1-3	0.05	-0.09	-0.30	0.41	23.12
JPM EMU 3-5	0.18	-0.26	0.21	1.52	43.48
JPM EMU	0.20	-0.16	0.41	3.13	59.97
Corporativos Global	-0.98	-1.64	5.70	6.22	63.65
Corporativos IG USA	-1.62	-2.56	6.42	6.11	68.87
Corporativos IG Euro	-0.02	-0.29	2.41	4.73	58.68
HY Global	-0.96	-0.44	8.42	15.60	126.85
HY USA	-0.85	-0.26	7.50	17.13	115.98
HY Euro	-0.78	-0.15	6.24	6.48	142.12
EM Hard Currency	-0.23	-0.94	3.04	3.95	48.92
EM Local Currency	-0.95	-2.09	3.54	2.65	45.01
EM Corporativos	0.12	-0.33	0.68	3.32	58.39

Divisas					
Euro/Dólar	1.69	-1.67	-12.39	3.32	19.44
Euro/Yen	4.19	3.81	-9.10	6.21	25.12
Euro/Libra	-1.17	0.28	-3.89	-13.59	-16.96

En el frente **macroeconómico**, el escenario positivo que se dibujaba a principios de año se mantiene intacto. Los indicadores de actividad siguen mostrando lecturas que apuntan a una expansión de la economía global de forma sincronizada y los indicadores de confianza se mantienen en niveles máximos de los últimos años.

En Estados Unidos los PMI de febrero presentaron buenos datos, que incluso mejoraron las estimaciones de los analistas. Destacó en positivo el PMI de servicios, que se situó en 55,9 cuando se esperaba 53,7. En Europa, los datos cumplieron las expectativas en líneas generales y siguen mostrando lecturas muy elevadas. Por ejemplo, el PMI compuesto de la eurozona se quedó en 57,5. Por países, destacan en positivo las cifras en España y Alemania, mientras que Italia se ha quedado algo por detrás.

Por el lado del crecimiento, en Europa conocimos el dato de PIB del cuarto trimestre de 2017 y se cumplieron las estimaciones, con un avance de la economía en la eurozona del 2,7% anual. En

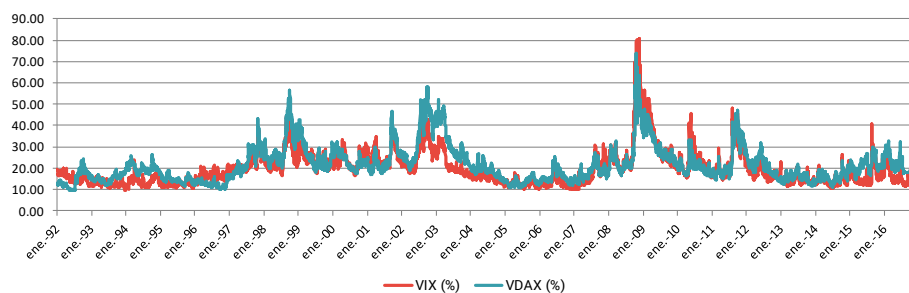
Estados Unidos, el dato revisado del crecimiento del cuarto trimestre de 2017 se quedó en el 2,5% anual, una décima menor a lo estimado inicialmente, aunque mejora el componente del consumo privado.

En **renta fija**, nuevo repunte de la TIR en el bono estadounidense que provocó caídas en precio significativas en los mercados de bonos, a excepción de los soberanos europeos. Además, observamos un ligero aumento de los diferenciales de crédito, tanto en bonos de grado de inversión como en *high yield*, y un incremento de los diferenciales en deuda emergente.

Evolución negativa en los mercados de **renta variable** a nivel global. Las fuertes caídas de los primeros días de febrero han provocado que el resultado del mes sea negativo prácticamente en todos los mercados, pese a la recuperación que vimos en la parte final de febrero.

Paradójicamente, durante este mes de caídas, las compañías de perfil defensivo, como consumo básico y telecomunicaciones, han tenido un peor comportamiento relativo que aquellas con un perfil más ligado al crecimiento, como las de los sectores de tecnología, financieras y consumo discrecional.

No obstante, seguimos observando una revisión al alza de los **beneficios** esperados para 2018 en muchas regiones y los resultados ya conocidos de 2017 confirman la tendencia al alza. Además, después del espectacular aumento de la volatilidad que vimos a principios de febrero, terminamos el mes en niveles más contenidos y que se sitúan alrededor de la media histórica.



	28-feb.-18	31-ene.-18	29-dic.-17	Promedio
VIX (%)	19.85	13.54	11.04	11.63
VDAX (%)	19.39	16.00	14.15	15.87

En Estados Unidos, caídas del orden del 4% si lo medimos en dólares, a pesar de que la temporada de resultados del cuarto trimestre de 2017 ha sido excelente, con un incremento medio del beneficio por acción del 15% cuando se esperaba una subida del 11%. El índice que registró un mejor comportamiento fue, nuevamente, el Nasdaq Composite, con una caída en dólares inferior al 2% - se quedó prácticamente plano si lo traducimos a euros-

En Europa, a pesar de la debilidad del euro, no observamos una mejora durante el mes y se convierte en la región con peor comportamiento relativo. La incertidumbre política con la



negociación de la coalición en Alemania y las elecciones en Italia pasaron factura a los índices europeos, que no pudieron capturar el rebote de la bolsa estadounidense con la misma intensidad. Además, la composición de los índices, con un peso mayor en sectores como consumo y telecomunicaciones, explica este peor comportamiento relativo. De esta forma, el índice Euro Stoxx 50 cayó un 4,72% mientras que el MSCI Europe cedió un 4,08% medido en euros. Mal comportamiento del Ibex 35, que tuvo una caída del 5,85% debido al fuerte retroceso de Inditex, una de las principales compañías del índice, que se dejó un 13,50%

En Japón, mes negativo para la bolsa, cuyos índices perdieron en torno a un 4% en yenes, aunque cerraron planos si lo medimos en euros, como consecuencia de la fortaleza del yen, que se apreció más de un 4% respecto a la moneda europea. También vimos una buena evolución relativa en la zona de Asia-Pacífico, con caídas del 2% en el mes. En los emergentes, la bajada del precio de las materias primas tuvo un impacto negativo en las bolsas, aunque las divisas tuvieron una buena evolución y se apreciaron frente al euro.

Por **sectores**, a pesar del recorte del mercado, los más defensivos siguieron mostrando un comportamiento relativo peor que aquellos más vinculados al ciclo económico. El mantenimiento de los buenos datos macroeconómicos sigue favoreciendo a los sectores más dependientes del crecimiento global. En moneda local, las empresas que mejor lo hicieron en febrero fueron financieras (-2,76%) y tecnología (-0,30%). Por el contrario, los sectores que tuvieron un peor comportamiento en el mes fueron: consumo básico (-6,27%) y energía (-8,43%).

En términos de **valoración**, seguimos viendo 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 valoraciones en 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

La preocupación del mercado ante un inminente aumento de la inflación en Estados Unidos no solo tuvo un fuerte impacto sobre la volatilidad de las bolsas, sino que también provocó una fuerte presión sobre el mercado de bonos estadounidense. El impacto de los estímulos fiscales en el

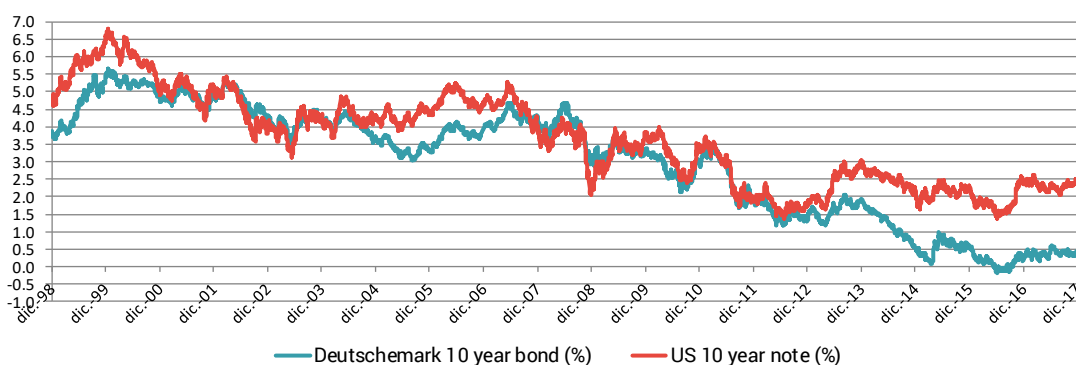


déficit de Estados Unidos comienza a preocupar ligeramente a los inversores de renta fija, ejerciendo una presión al alza sobre las tires exigidas a los bonos de gobierno.

Durante este mes, la influencia de los bancos centrales ha sido menor, aunque hemos tenido noticias importantes. En Estados Unidos, Janet Yellen cedió el testigo de la presidencia de la Reserva Federal a Jerome Powell, tal y como estaba previsto. En su primera comparecencia semestral ante el Congreso y el Senado, Powell destacó la buena evolución de la economía estadounidense y reiteró su intención de realizar un ajuste gradual en los tipos de interés, lo que algunos analistas entendieron como una posibilidad de ver hasta cuatro subidas de tipos durante 2018. Para la reunión del 21 marzo el mercado descuenta con una probabilidad próxima al 100% que se produzca una nueva subida de tipos de interés de 25 puntos básicos.

En cuanto al Banco Central Europeo, Mario Draghi, en su discurso ante el Parlamento Europeo, hizo hincapié en mantener políticas monetarias expansivas hasta recuperar tasas de inflación cercanas al 2%. En Japón, el gobierno ratificó a Haruhiko Kuroda como gobernador del Banco de Japón durante cinco años más y se mantiene el discurso expansivo para tratar de reactivar la inflación que permanece en niveles muy bajos.

Después de observar un aplanamiento de curva de tipos de interés en Estados Unidos, durante este año, hemos visto un fuerte repunte en las tires de los bonos en la mayoría de plazos de la curva de tipos, provocando un desplazamiento paralelo hacia arriba. De esta forma, la TIR del bono estadounidense a 10 años ha pasado del 2,40% de principios de año al 2,86% en febrero, mientras que el bono alemán con la misma duración ha pasado del 0,35% al 0,66%.

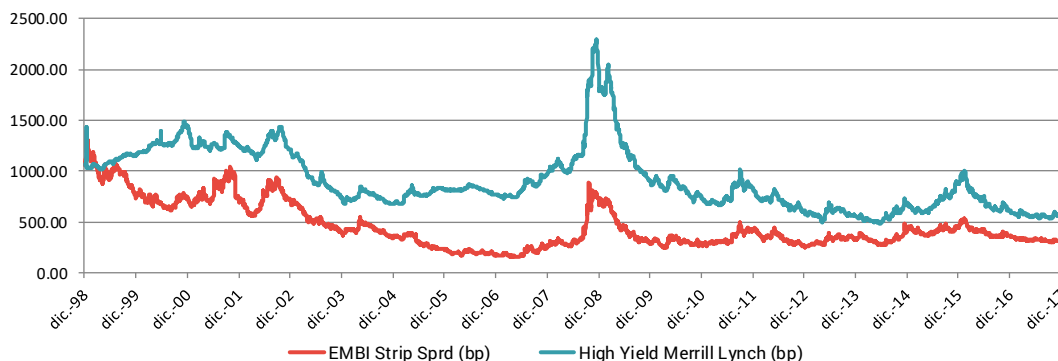


	28-feb.-18	31-ene.-18	29-dic.-17
Aleman 10y (%)	0.656	0.697	0.427
USA 10y (%)	2.861	2.705	2.405

La renta fija corporativa cerró febrero con resultado negativo como consecuencia de la subida de tipos y un aumento de los diferenciales de deuda, tanto en crédito de grado de inversión como en *high yield*. No obstante, este aumento de diferenciales fue más acusado en Estados Unidos que en Europa. En los países emergentes, también vimos resultados negativos en el mes, debido al



incremento de diferenciales, aunque la deuda en moneda local presentó un mejor comportamiento relativo que la emitida en moneda fuerte.



	28-feb.-18	31-ene.-18	29-dic.-17
EMBI (bp)	311.16	292.33	310.98
HY (bp)	614.00	578.00	572.00

Tipos de interés a corto plazo

En cuanto a la inflación, como ya hemos comentado, la mejora del entorno macroeconómico y la buena evolución del empleo en Estados Unidos comienza a generar un repunte en las expectativas de inflación que se traduce en una mayor rentabilidad exigida en el rendimiento de los bonos.

Sin embargo, los datos de inflación siguen manteniéndose dentro del rango esperado y las expectativas para los próximos años continúan situándose en niveles próximos a los objetivos de los bancos centrales. En la eurozona, el dato general aumentó un 1,2% anual, mientras que el dato subyacente, que excluye los componentes más volátiles, se quedó en el 1%, niveles muy inferiores a los objetivos del Banco Central Europeo.

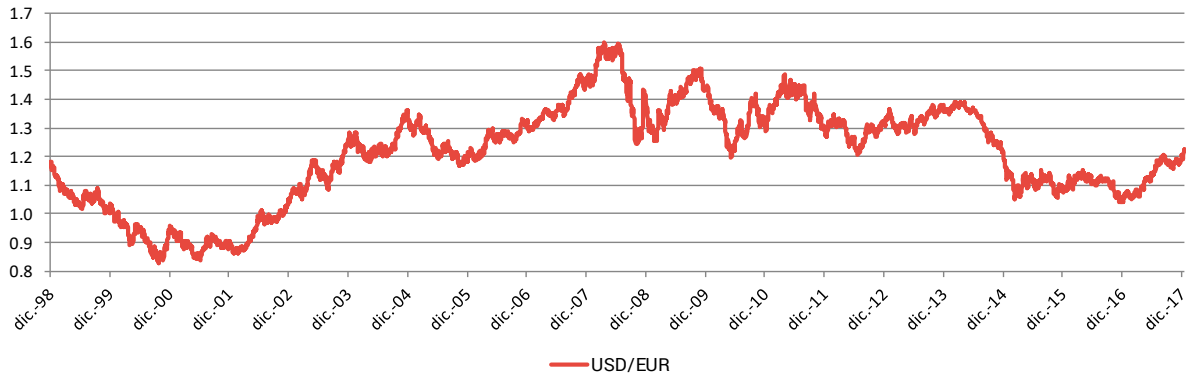
Divisas

Durante el mes de febrero se rompió la dinámica que veníamos observando durante los últimos meses, en los que el euro se apreciaba de forma constante respecto a las principales divisas del mercado.

Con el incremento de la volatilidad en los mercados, las divisas como el dólar y el yen japonés, que suelen funcionar como activos refugio en momentos de incertidumbre, se apreciaron en su cruce frente al euro. De esta forma, la moneda europea se depreció más de un 1% frente al dólar y terminó el mes en los 1,22 dólares por euro. Sin embargo, el mayor movimiento lo vimos en el yen japonés, que se apreció más de un 4% y volvió a niveles de 130 yenes por euro.



Las monedas de los países emergentes se mantuvieron estables en términos generales frente al euro durante este periodo de turbulencias.



	28-feb.-18		31-ene.-18		29-dic.-17
USD	1.2209	1.32%	1.2050	1.2005	1.70%

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 07/03/2018 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

