

Las expectativas inflacionistas devuelven el ruido al mercado

13 de febrero, 2018

¿Qué ha ocurrido?

Wall Street cerraba el pasado viernes su peor semana de los dos últimos años. El **Dow Jones**, iniciaba la semana con una caída del 4.6%, perdiendo la barrera de los 25.000 puntos, la mayor caída porcentual en un día desde Agosto 2011 y la mayor caída en puntos de la historia. Después de que el martes subiese un 2.33% y el miércoles cerrase prácticamente plana, el jueves volvía a perder un 4.15%, la segunda mayor bajada en puntos de la historia, acumulando así una caída semanal de -5.21%. Durante estos días, vimos como el **índice de volatilidad americano (VIX)**, indicador de aversión al riesgo, experimento una subida del 115.6%, el mayor repunte en una sola sesión de toda su historia. Los otros dos índices de referencia de la Bolsa de Nueva York también fueron castigados, el **S&P 500** y **Nasdaq** retrocedieron durante la semana anterior un 5.16% y 5.06% respectivamente.

En el otro lado del atlántico, los **principales índices europeos** se unieron a la senda bajista de Estados Unidos. El Euro Stoxx 50 retrocedió en la semana 5.6%, el DAX Alemán un 5.3%, el FTSE 100 un 4.72% y el Ibex 35 un 5.6%, tratándose de su peor balance desde junio de 2016, cuando el resultado del Brexit sacudió las bolsas internacionales.

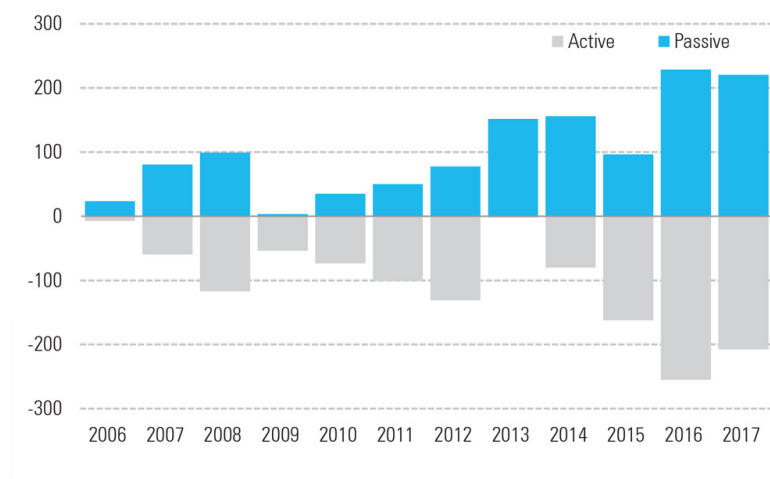
El origen del desempeño reciente

La caída de los índices viene inicialmente explicada por el repunte de los tipos a largo plazo, principalmente el Treasury (bono americano a 10 años). Un endurecimiento de las condiciones financieras más allá de lo que la economía puede soportar resulta negativo para la economía real y para las decisiones financieras de los agentes económicos. No obstante, dada la buena coyuntura actual este proceso no se produce de forma inmediata sino que tarda en trasladarse varios trimestres. En relación con las cotizaciones de las acciones, mayores tipos de interés suponen menores valoraciones (debido a un menor valor del valor presente de los flujos de caja) y un menor atractivo ya que el activo libre de riesgo tiene una mayor remuneración. En este sentido, los niveles actuales amenazan el tradicional EYG “earning yield gap” o atractivo de las bolsas frente a la renta fija en términos de rentabilidad. Sin embargo, las expectativas de inflación deben materializarse para anticipar futuras subidas de tipos de interés y dependerá en último término de cómo gestionan la política monetaria los principales Bancos Centrales. En cualquier caso hay que tener en perspectiva que los mercados de renta variable han gozado de un mercado alcista extraordinariamente alcista tanto en intensidad como en ciclo, el último ciclo alcista de bolsa americana arrancó en marzo de 2009, lo que supone un ciclo de 9 años.

La escasez de rendimientos de los activos de renta fija promovido por los paquetes no convencionales de compra de activos, los cuales a su vez han inundado de liquidez los sistemas, unido a la excelente evolución post crisis en los precios de los activos de riesgo han forzado a los inversores a asumir de forma progresiva mayores niveles de riesgo. **Una de las consecuencias de lo anterior ha sido el auge de la inversión pasiva**, la cual ha alcanzado un nuevo máximo en términos de activos bajo gestión frente a la gestión activa tradicional. Las fuertes entradas de flujos hacia estos vehículos han impulsado determinados activos e índices hasta niveles exigentes, sirva como ejemplo las denominadas FANG (iniciales de las compañías Facebook, Amazon, Netflix y Google), por lo que cuando se han encendido las alarmas los inversores han empezado a realizar beneficios a través de estos activos, que por otro lado son los más líquidos y los más

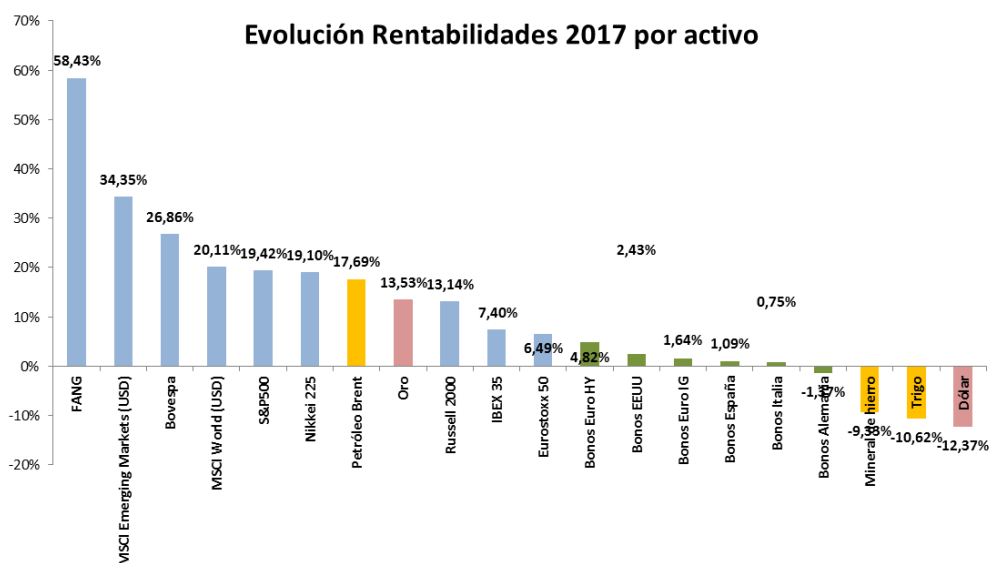
sencillos de materializar. Para información adicional consulte la nota¹ del pasado 13 de noviembre de 2017 en la que debatíamos sobre la importancia actual de las FANG en los mercados financieros:

Evolución entradas / salidas en renta variable USA por estilo de inversión
Active vs. Passive U.S. Equity Flows (\$ Billion)



Source: Morningstar Direct Asset Flows

Evolución Rentabilidades 2017 por activo



Fuente: Bloomberg

Para los gestores activos, el entorno de los últimos años no ha sido sencillo ya que el efecto de los flujos de fondos se retroalimentaba y generaba un mejor comportamiento relativo de los activos que subyacían en la composición de los índices. Sin embargo, consideramos que en algún punto a futuro esta tendencia deberá revertir y el hecho que el posicionamiento de los inversores esté tan sesgado hacia la inversión pasiva podría originar el inicio de un ciclo de peor comportamiento de este estilo de inversiones frente a la gestión activa.

¹ https://www.ingenierosfondos.es/documents/1106350/1140732/Nota_FANG_vd_CAST.pdf

Macro y micro no suscriben (por ahora) el comportamiento de mercado

Dicho súbito comportamiento de los activos de riesgo no está en consonancia con las lecturas en el plano macro y micro. **La economía americana sigue mostrando unos fundamentales muy sólidos**, destacando la fortaleza del mercado laboral, con la tasa de desempleo cerca del pleno empleo (4.1%), los salarios creciendo a razón del 2.9% interanual (por encima de la inflación) y la creación de empleo mensual alrededor de las 200.000 personas. Además, la mayoría de indicadores adelantados se sitúan en máximos de los últimos años, por ejemplo la confianza empresarial, la confianza de los consumidores o el PMI manufacturero. En cuanto a la evolución del PIB, el primer dato del cuarto trimestre se situó en el 2.6% a la vez que las inflaciones se han movido alrededor del objetivo del 2% de forma constante durante todo 2017. Este desempeño estaría alineado con la opinión de instituciones como el **Fondo Monetario Internacional (IMF)** que a finales de enero actualizó las perspectivas de la economía mundial mejorando su previsión para todas las grandes economías del mundo. En concreto, el pronóstico de crecimiento de Estados Unidos fue corregido de 2.3% a 2.7% en 2018 y de 1.9% a 2.5% en 2019 ya que durante 2017 el comportamiento económico superó las expectativas.

Desde la óptica de las compañías y como se muestra en la siguiente tabla, los **resultados empresariales** referentes al último trimestre de 2017 y con la mitad de los resultados de las compañías publicados, el agregado del S&P 500 crece tanto a nivel de ventas como a nivel de beneficios por acción, destacando la total homogeneidad en la dirección de los crecimientos por sectores. En particular, el crecimiento de ventas anual se sitúa en el 9.61% y el crecimiento de los beneficios por acción en el 14.78%, siendo ambos datos los máximos observados en el último año.

	BPA			Ventas		
	CQ4 16	CQ3 17	CQ4 17	CQ4 16	CQ3 17	CQ4 17
Industrias	6,30%	7,26%	14,78%	4,90%	5,33%	9,61%
Petróleo & Gas	0,54%	139,05%	66,35%	3,85%	17,81%	16,37%
Materiales Basicos	-7,24%	12,62%	42,80%	0,54%	8,33%	13,81%
Industriales	1,76%	4,50%	7,04%	2,23%	6,57%	9,10%
Bienes de Consumo	4,07%	1,72%	6,74%	3,73%	-1,16%	4,13%
Cuidado de la Salud	4,35%	8,75%	9,57%	6,21%	4,72%	7,87%
Servicios de Consumo	0,75%	0,47%	14,26%	5,73%	5,78%	12,78%
Telecomunicaciones	-0,99%	-2,22%	9,81%	-2,94%	-1,04%	1,95%
Servicios Públicos	100,90%	-2,77%	6,47%	8,88%	-2,03%	4,23%
Financieros	6,81%	-5,67%	7,29%	5,73%	2,21%	4,40%
Tecnología	11,32%	25,44%	23,86%	7,42%	9,34%	13,27%

Fuente: Caja Ingenieros Gestión y Bloomberg

¿Cómo nos posicionamos en Caja de Ingenieros Gestión?

Nuestra filosofía siempre ha abogado por una gestión activa de calidad como mejor forma de generar valor a largo plazo. Si bien a corto plazo ello puede generar divergencias al no perseguir la evolución de sus índices de referencia, estamos convencidos que tratar de evitar errores derivados de seguir el comportamiento del resto de inversores es clave para un mejor comportamiento a largo plazo tanto en términos de rentabilidad como en términos de riesgo.

Muestra de ello, en la siguiente tabla podemos observar cuán activas son las carteras de nuestras estrategias de RV medido por el porcentaje de cartera que se encuentra invertida de forma diferente al índice de referencia:

Estrategia	Active Share
Fonengin ISR	94,00%
CI Environment ISR	92,40%
CI Global	91,60%
CI Renta	91,50%
CI Emergentes	81,60%
CI Iberian Equity	81,10%
CI Bolsa Usa	70,90%
CI Bolsa Euro Plus	68,70%

Fuente: Caja Ingenieros Gestión

Tomando en consideración la actual situación, en **Caja Ingenieros Gestión** somos partidarios de no dejarnos llevar por el pánico generalizado y tratamos de **evitar errores derivados del comportamiento emocional** a través del riguroso análisis y de una filosofía de inversión basada en un horizonte temporal de largo plazo, focalizándonos en la preservación del capital. A nuestro modo de ver, en porciones adecuadas, la volatilidad medida en términos de variación en los precios de los activos (aunque no en los fundamentales) es beneficiosa para los gestores activos ya que les (nos) ofrece la capacidad de invertir a mejores precios gracias a la necesidad de comprar o vender del resto de inversores.

Es por ello que desde **Caja de Ingenieros Gestión** creemos que la buena sincronía entre la situación macro y micro debería tener continuidad en el tiempo, con lo que pensamos que las caídas experimentadas por los principales índices norteamericanos no deberían implicar un cambio de tendencia a corto plazo. Por todo lo comentado anteriormente, **estamos aprovechando las caídas para incrementar de forma selectiva el peso en las ideas en las que tenemos un mayor grado de convicción**, es decir, compañías con modelos de negocio excelentes, balances sólidos, compañías con fuertes ventajas competitivas, fuerte generación de caja y buenos equipos directivos al frente con el **objetivo de seguir generando retornos positivos anualizados en el largo plazo**.

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.