

Les expectatives inflacionistes retornen el soroll al mercat

13 de febrer, 2018

Què ha passat?

Wall Street tancava divendres passat la seva pitjor setmana dels dos últims anys. El **Dow Jones**, iniciava la setmana amb una caiguda del 4.6%, perdent la barrera dels 25.000 punts, la major caiguda percentual en un dia des d'Agost 2011 i la major caiguda en punts de la història. Després que el dimarts pugés un 2.33% i el dimecres tanqués pràcticament plana, el dijous tornava a perdre un 4.15%, la segona major baixada en punts de la història, acumulant així una caiguda setmanal de -5.21%. Durant aquests dies, vam veure com l'**índex de volatilitat americà (VIX)**, indicador d'aversion al risc, experimentava una pujada del 115.6%, el major repunt en una sola sessió de tota la seva història. Els altres dos índexs de referència de la Borsa de Nova York també van ser castigats, el **S&P 500** i **Nasdaq** van retrocedir durant la setmana anterior un 5.16% i 5.06% respectivament.

A l'altre costat de l'atlàntic, els **principals índexs europeus** es van unir a la senda a la baixa d'Estats Units. L'Euro Stoxx 50 va retrocedir en la setmana 5.6%, el DAX Alemanya un 5.3%, el FTSE 100 un 4.72% i l'Ibex 35 un 5.6%, tractant-se del seu pitjor balanç des de juny de 2016, quan el resultat del Brexit va sacsejar les borses internacionals.

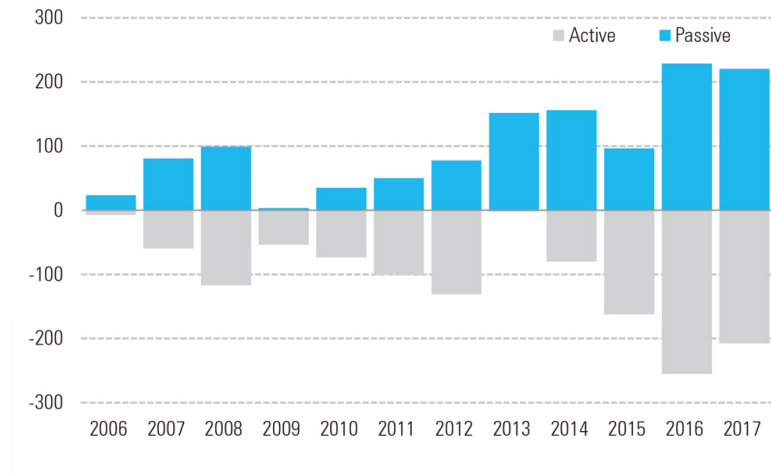
L'origen dels retorns recents

La caiguda dels índexs ve inicialment explicada pel repunt dels tipus a llarg termini, principalment el Treasury (bo americà a 10 anys). Un enduriment de les condicions financeres més enllà del que l'economia pot suportar resulta negatiu per a l'economia real i per a les decisions financeres dels agents econòmics. No obstant això, donada la bona conjuntura actual aquest procés no es produeix de forma immediata sinó que triga a traslladar-se diversos trimestres. En relació amb les cotitzacions de les accions, majors tipus d'interès suposen menors valoracions (a causa d'un menor valor del valor present dels fluxos de caixa) i un menor atractiu ja que l'actiu lliure de risc té una major remuneració. En aquest sentit, els nivells actuals amenacen el tradicional EYG "earning yield gap" o atractiu de les borses enfront de la renda fixa en termes de rendibilitat. No obstant això, les expectatives d'inflació han de materialitzar-se per anticipar futures pujades de tipus d'interès i dependrà en últim terme de com gestionen la política monetària els principals Bancs Centrals. En qualsevol cas cal tenir en perspectiva que els mercats de renda variable han gaudit d'un mercat alcista extraordinàriament alcista tant en intensitat com en cicle, l'últim cicle alcista de borsa americana va arrencar al març de 2009, la qual cosa suposa un cicle de 9 anys.

L'escassetat de rendiments dels actius de renda fixa promogut pels paquets no convencionals de compra d'actius, els quals al seu torn han inundat de liquiditat els sistemes, unit a l'excel·lent evolució post crisi en els preus dels actius de risc han forçat als inversors a assumir de forma progressiva majors nivells de risc. **Una de les conseqüències de l'anterior ha estat l'augment de la inversió passiva**, la qual ha aconseguit un nou màxim en termes d'actius sota gestió enfront de la gestió activa tradicional. Les fortes entrades de fluxos cap a aquests vehicles han impulsat determinats actius i índexs fins a nivells exigents, serveixi com a exemple les denominades FANG (inicials de les companyies Facebook, Amazon, Netflix i Google), per la qual cosa quan s'han encès les alarmes els inversors han començat a realitzar beneficis a través d'aquests actius, que d'altra banda són els més líquids i els més senzills de materialitzar. Per a informació addicional

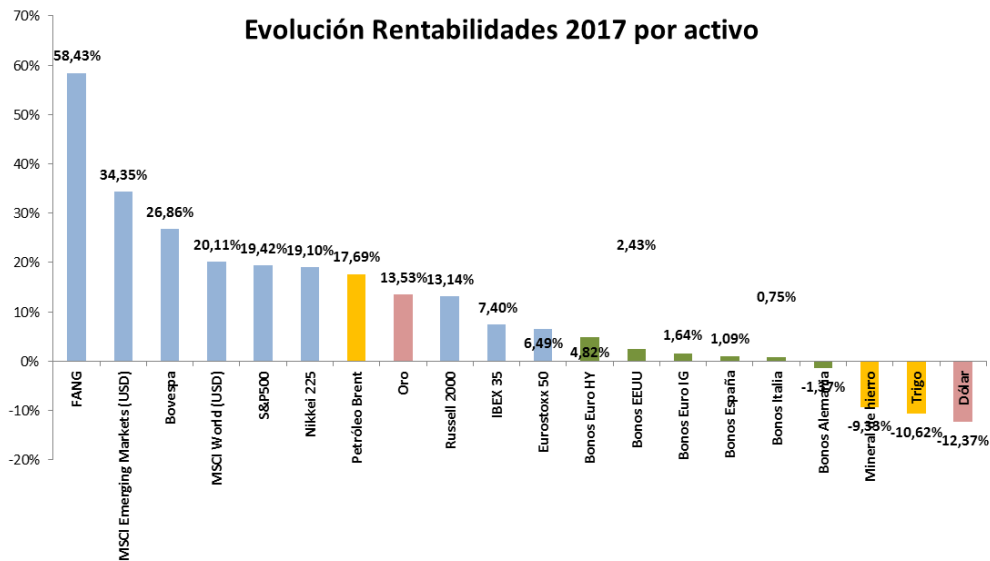
consulti la nota¹ del passat 13 de novembre de 2017 en la qual debatíem sobre la importància actual de les FANG als mercats financers:

Evolució entrades / sortides en renda variable USA per estil d'inversió
Active vs. Passive U.S. Equity Flows (\$ Billion)



Source: Morningstar Direct Asset Flows

Evolución Rentabilidades 2017 por activo



Fuente: Bloomberg

Per als gestors actius, l'entorn dels últims anys no ha estat senzill ja que l'efecte dels fluxos de fons es retroalimentava i generava un millor comportament relatiu dels actius que composaven índexs. No obstant això, considerem que en algun punt a futur aquesta tendència haurà de revertir i el fet que el posicionament dels inversors estigui tan esbiaixat cap a la inversió passiva podria originar l'inici d'un cicle de pitjor comportament d'aquest estil d'inversions enfront de la gestió activa.

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

Macro i micro no subscriuen (ara com ara) el comportament de mercat

El comportament dels actius de risc no està d'acord amb les lectures en el plànol macro i micro. **L'economia americana segueix mostrant uns fonamentals molt sòlids**, destacant la fortalesa del mercat laboral, amb la taxa de desocupació prop de la plena ocupació (4.1%), els salaris creixent a raó de el 2.9% interanual (per sobre de la inflació) i la creació d'ocupació mensual al voltant de les 200.000 persones. A més, la majoria d'indicadors avançats se situen en màxims dels últims anys, per exemple la confiança empresarial, la confiança dels consumidors o el PMI manufacturer. En quant a l'evolució del PIB, la primera dada del quart trimestre es va situar en el 2.6% alhora que les inflacions s'han mogut al voltant de l'objectiu del 2% de forma constant durant tot 2017. Aquest acompliment estaria alineat amb l'opinió d'institucions com el Fondo Monetari Internacional (IMF) que a la fi de gener va actualitzar les perspectives de l'economia mundial millorant la seva previsió per totes les grans economies del món. En concret, el pronòstic de creixement d'Estats Units va ser corregit de 2.3% a 2.7% en 2018 i d'1.9% a 2.5% en 2019 ja que durant 2017 el comportament econòmic va superar les expectatives.

Des de l'òptica de les companyies i com es mostra en la següent taula, els **resultats empresarials** referents a l'últim trimestre de 2017 i amb la meitat dels resultats de les companyies publicats, l'agregat del S&P 500 creix tant a nivell de vendes com a nivell de beneficis per acció, destacant la total homogeneïtat en la direcció del creixements per sectors. En particular, el creixement de vendes anual se situa en el 9.61% i el creixement dels beneficis per acció en el 14.78%, sent tots dos dades els màxims observats en l'últim any.

	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

Com ens posicionem a Caixa d'Enginyers Gestió?

La nostra filosofia sempre s'ha basat en una gestió activa de qualitat com a millor forma de generar valor a llarg termini. Si be a curt termini això pot generar divergències al no perseguir l'evolució dels seus índexs de referència, estem convençuts que tractar d'evitar errors derivats de seguir el comportament de la resta d'inversors és clau per a un millor comportament a llarg termini tant en termes de rendibilitat com en termes de risc.

Mostra d'això, en la següent taula podem observar quan actives són les carteres de les nostres estratègies de RV mesurat pel percentatge de cartera que es troba invertida de forma diferent a l'índex de referència:

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

Prenent en consideració l'actual situació, a **Caixa Enginyers Gestió** som partidaris de no deixar-nos portar pel pànic generalitzat i tractem **d'evitar errors derivats del comportament emocional** a través d'un rigorós anàlisi i d'una filosofia d'inversió basada en un horitzó temporal de llarg termini, focalitzant-nos en la preservació del capital. A la nostra manera de veure, en porcions adequades, la volatilitat mesurada en termes de variació en els preus dels actius (encara que no en els fonamentals) és beneficiosa per als gestors actius ja que els (ens) ofereix la capacitat d'invertir a millors preus gràcies a la necessitat de comprar o vendre de la resta d'inversors.

És per això que des de **Caixa d'Enginyers Gestió** creiem que la bona sincronia entre la situació macro i micro hauria de tenir continuïtat en el temps, amb el que pensem que les caigudes experimentades pels principals índexs nord-americans no haurien d'implicar un canvi de tendència a curt termini. Per tot el comentat anteriorment, **estem aprofitant les caigudes per incrementar de forma selectiva el pes en les idees en les quals tenim un major grau de convicció**, és a dir, companyies amb models de negoci excel·lents, balanços sòlids, companyies amb forts avantatges competitius, forta generació de caixa i bons equips directius al capdavant amb **l'objectiu de seguir generant retorns positius anualitzats en el llarg termini**.

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió del mateix, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat de les mateixes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers al fet que es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CREDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.



©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni àdhuc citant les fonts, salvo amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.