

## Market Clip

29 de Marzo de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

### La curva de tipos de interés se ha invertido en EEUU

La semana pasada no fue importante en términos de noticias macro o micro, aunque el caos del Brexit se agudizó y los mercados se movieron lateralmente. A grandes rasgos, los datos de demanda interna siguen fuertes, y el sector manufacturero sigue desacelerando en todo el mundo, incluido EEUU, aunque en Alemania empezamos a ver, por fin, cierta estabilización.

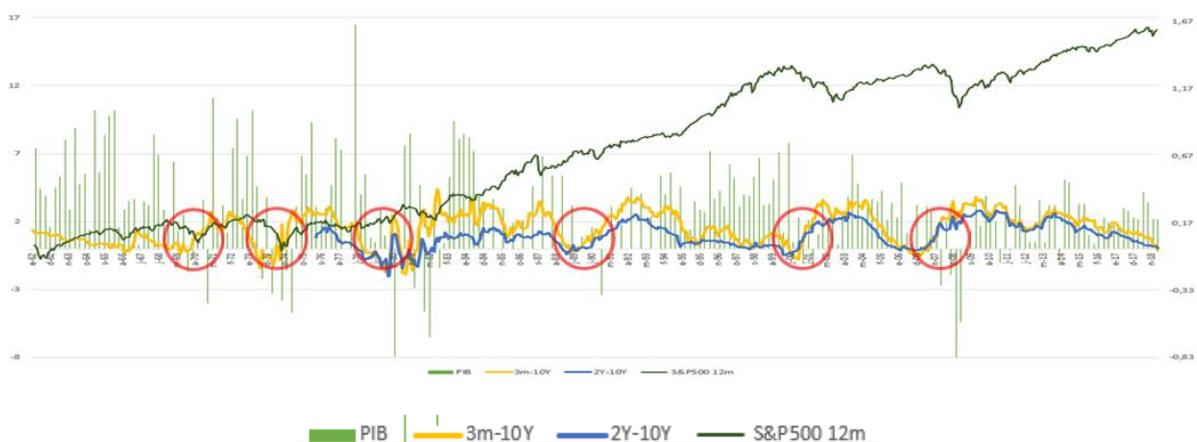
*“La curva de tipos se ha invertido en EEUU.”*

El pasado viernes, por primera vez desde marzo de 2007, la curva de tipos en EEUU se invirtió. Eso quiere decir que el bono a 10 años americano tiene una rentabilidad menor que la del bono a 3 meses. Históricamente (las últimas 6 veces), una inversión de la curva 10 años / 3 meses ha adelantado una recesión. Pero eso no quiere decir necesariamente que los activos de riesgo se vayan a comportar mal, ya que en algunas de las últimas recesiones, la curva se invirtió casi dos años antes de que el PIB se empezase a contraer. De hecho, los meses posteriores a que la curva se invierta suelen ser buenos para el S&P 500. Nuestra conclusión es que esta es una prueba más de que estamos en una fase tardía del ciclo y un argumento más para ser prudentes, pero no un instrumento de precisión. Utilizando el gráfico 1, podemos observar:

*“Las últimas 6 veces, una inversión de la curva, ha adelantado una recesión, pero con un adelanto de hasta dos años y buen comportamiento de las bolsas.”*

- Una pendiente negativa en la curva 10 años / 3 meses (amarillo) ha adelantado una recesión en todas las ocasiones en las que ha ocurrido, excepto en 1967. Pero siempre que la inversión haya durado, al menos, un mes. Sin embargo, ha sido necesario que pasasen entre 6 y 24 meses para que la recesión comenzase y que la inversión de la curva fuese de al menos 12 puntos básicos. La curva 10 años / 3 meses anticipa mejor que la curva 10 años / 2 años (azul), que avisa demasiado pronto.
- Esos periodos de entre 6 y 24 meses previos suelen ser buenos para las bolsas.

1. Pendientes Tesoro Americano



Fuente: Alantra

## ¿Por qué se invierte la curva?, ¿qué provoca?

- Las inversiones de la curva se suelen producir porque la FED (en una fase de aceleración de la economía), está subiendo los tipos a corto plazo para evitar recalentamiento, y los tipos a largo plazo bajan descontando desaceleración.
- Al bajar los tipos a largo plazo, la rentabilidad de la bolsa recupera interés en términos relativos y los múltiplos pueden aumentar.
- Tras la inversión, la FED tiende a dejar de subir los tipos o empieza a recortarlos, lo que también es bueno para las bolsas.
- Como resultado, el comportamiento de las bolsas en esos periodos suele ser muy bueno, pero con volatilidad y con correcciones importantes.
- Pero tras ver un buen comportamiento de los mercados y valoraciones elevadas, la Reserva Federal acaba volviendo a subir los tipos de interés llevando la economía a una recesión.

*“La curva se invierte porque la FED sube tipos a corto y el mercado anticipa que va a enfriar la economía, bajando la rentabilidad del bono a largo plazo.”*

## ¿En qué se parece este episodio a otros de la historia?

- La inversión se ha producido por la subida de tipos de la FED y la desaceleración.
- La FED ha pausado las subidas de tipos.

## ¿En qué se diferencia?

- El tipo a largo plazo está muy bajo por la política extraordinariamente laxa fuera de EEUU y compra de bonos por parte de la FED (*quantitative easing*).
- La curva 10 años / 2 años aún no se ha invertido y lo suele hacer antes.
- La bolsa parece haber anticipado con el último rally el comportamiento que la inversión de la curva suele producir.

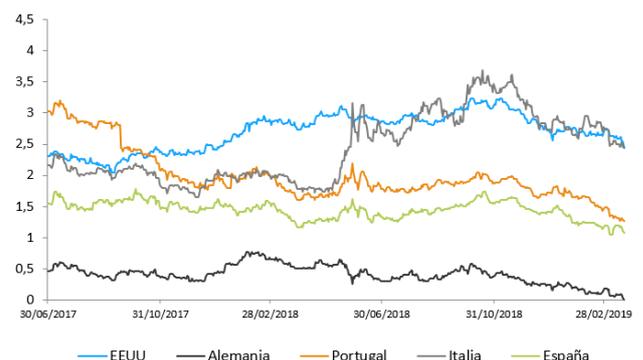
*“La bolsa parece haber anticipado con el último rally el comportamiento que la inversión de la curva suele producir.”*

2. Principales Índices



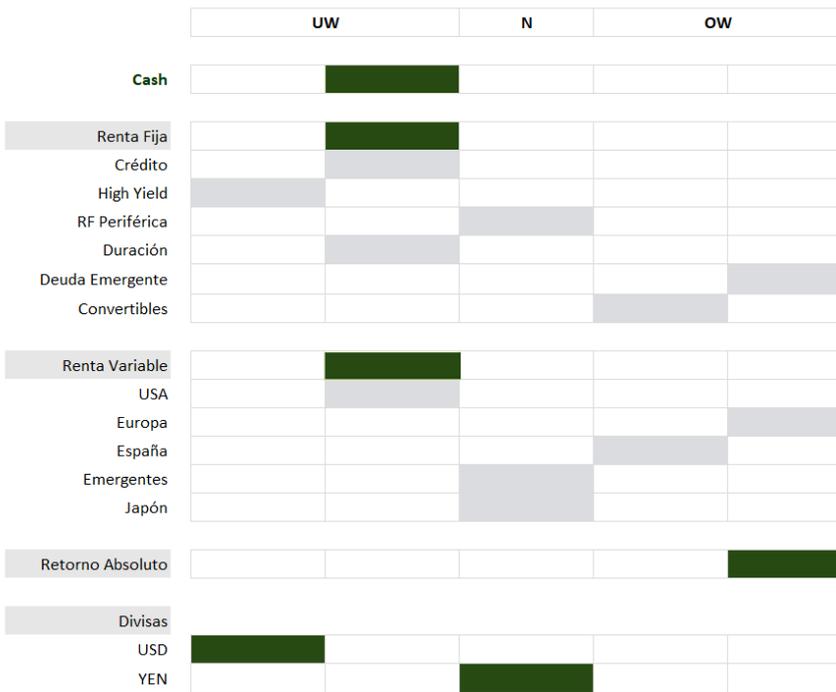
Fuente: Alantra

3. Principales Bonos



Fuente: Alantra

### Ponderación de las carteras respecto a los índices



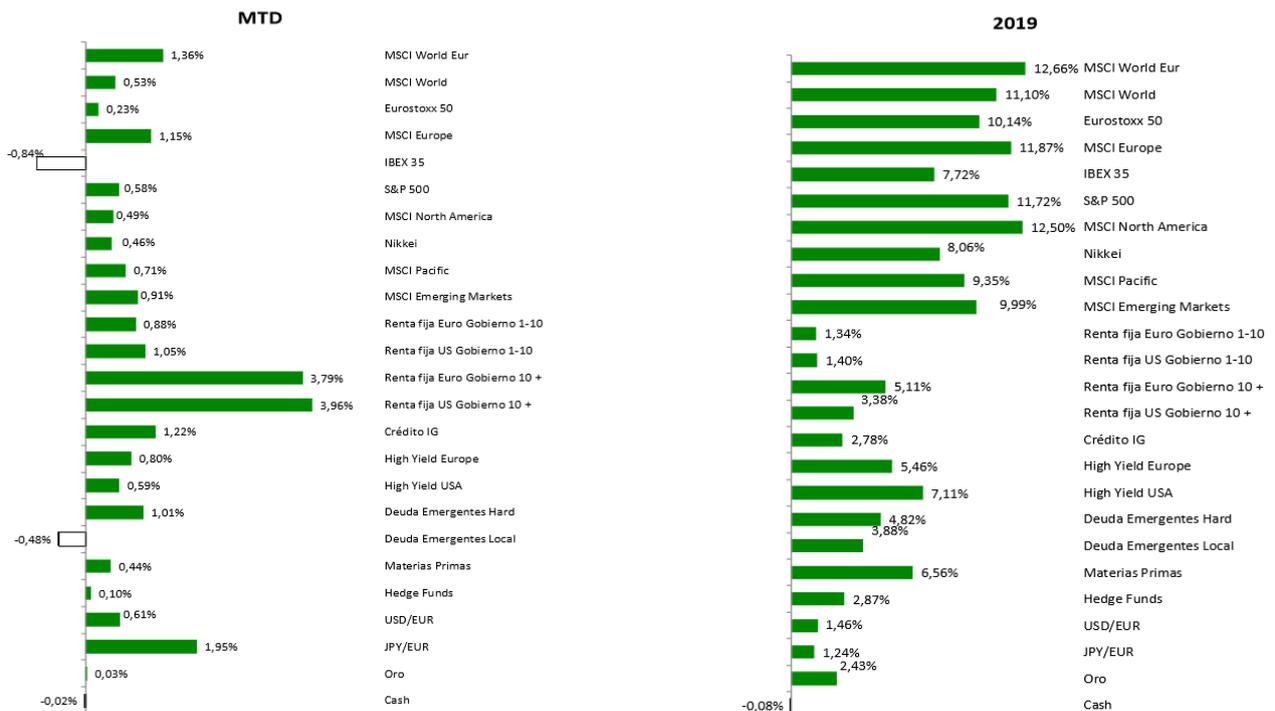
Fuente: Alantra Wealth Management

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.

### Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 22/03/2019)  
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 Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 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