

Market Clip

18 de Febrero de 2021
Ignacio Dolz de Espejo

No creemos que estos niveles de tipos vayan a dañar a los mercados

Resumen

La semana pasada los mercados mantuvieron la tendencia cíclica con subidas de las bolsas y de la rentabilidad de la deuda gubernamental y mayor apuntamiento de las curvas de tipos de interés. En bolsa vimos a los bancos y a las petroleras continuar su rebote y la volatilidad ha vuelto a niveles de enero de 2020 dado que el VIX cotizó por debajo de 20. El S&P subió un 1,3% y el Euro Stoxx 50 un 1,1%, mientras que el IBEX 35 cayó un -1,9%. Destacaron las subidas de Italia 1,4% y Reino Unido 1,5%. En deuda corporativa vimos estabilidad en Europa, donde el diferencial de la deuda High Yield está en 263 pb, mientras que en EE.UU. cotiza en 347 pb, mínimos históricos. La deuda gubernamental volvió a experimentar subidas en las rentabilidades: el 10 años americano superó el 1,2% y el bund alemán cerró en -0,43%. También vimos las expectativas de inflación al alza y mayor pendiente en las curvas de tipos.

“El mercado mantiene la tendencia cíclica con subidas de las bolsas y de la rentabilidad de la deuda gubernamental y mayor apuntamiento de las curvas de tipos de interés”

¿Seguirá subiendo la rentabilidad de la deuda gubernamental? Es probable que sí

Preocupa la intensidad con la que la inflación podría crecer en primavera o verano, cuando coincida la vuelta a la normalidad con la llegada de los paquetes de estímulos y de infraestructuras que no hacen sino aumentar de tamaño. Las expectativas de inflación a 10 años en EE.UU. ya están cotizando su nivel más alto desde 2014, por encima del 2,2%, aunque los bancos centrales siguen insistiendo en que mantendrán la paciencia a pesar de que veamos rebotes puntuales de los precios. De hecho, a lo largo de la semana, diversos portavoces de los bancos centrales volvieron a mostrarse prudentes y dispuestos a esperar durante bastante tiempo.

“Si los tipos suben demasiado rápido sería negativo para las bolsas, pero históricamente la subida desde niveles muy bajos ha sido positiva”

Ayer miércoles vimos una prueba de todo ello. En Estados Unidos se publicaron datos macro espectaculares de ventas minoristas y producción industrial así como unos números bastante inflacionistas en el sector salud (+4% interanual, lo que supone un 20% del IPC).

1. Si los tipos suben demasiado sería negativo para las bolsas, pero históricamente la subida desde niveles muy bajos ha sido positiva: movimientos del S&P ante subidas y bajadas de la rentabilidad de la deuda

Daily SPX Performance since 23rd March '20		
	Bond Yield up	Bond Yield down
Average	0.7%	-0.2%
Median	0.6%	-0.1%
Daily SPX Performance since '00		
	Bond Yield up	Bond Yield down
Average	0.4%	-0.3%
Median	0.3%	-0.1%

Fuente: JP Morgan

Las vacunas, menores restricciones y los cheques recibidos incitaron al gasto, pero también se dieron a conocer las actas de la última reunión de la FED, que mostraba que no están muy preocupados por la inflación, que mirarán por encima de datos interanuales muy puntuales y que no tienen prisa por retirar estímulos.

También estamos viendo que en los resultados empresariales del cuarto trimestre de 2020, los beneficios han superado las expectativas por un amplio margen a ambos lados del Atlántico. La holgura con la que se han superado las expectativas es espectacular y el S&P 500 ha logrado generar un crecimiento del BPA de más del 6% en términos interanuales, el Nasdaq del 25% y Japón de más del 30%, aunque Europa se ha quedado atrás. Estas buenas perspectivas junto con la subida del precio del crudo también hacen que nos preguntemos por su efecto en la inflación y los tipos de interés.

La segunda derivada son los tipos de interés. Históricamente, tipos bajos han permitido valoraciones muy elevadas, pero si la rentabilidad de la deuda gubernamental sigue subiendo, el mercado podría exigir múltiplos menores (una bolsa más barata). El bono americano a 10 años ya paga casi un 1,3% frente al 0,5% de verano, el 30 años ha superado el 2% y la pendiente de la curva americana entre el 2 y el 10 años tiene ya la mayor pendiente desde abril de 2017. Sería lógico que la rentabilidad de la deuda siga subiendo ligeramente reflejando la normalización en la actividad que se debería ir produciendo poco a poco junto al efecto del apoyo fiscal y monetario, pero también debería mantenerse contenida porque los bancos centrales han asegurado que quieren más inflación y tipos contenidos y tienen herramientas para conseguir lo segundo.

¿Podría empezar a hacer daño la rentabilidad de la deuda a las bolsas? Creemos que por ahora no

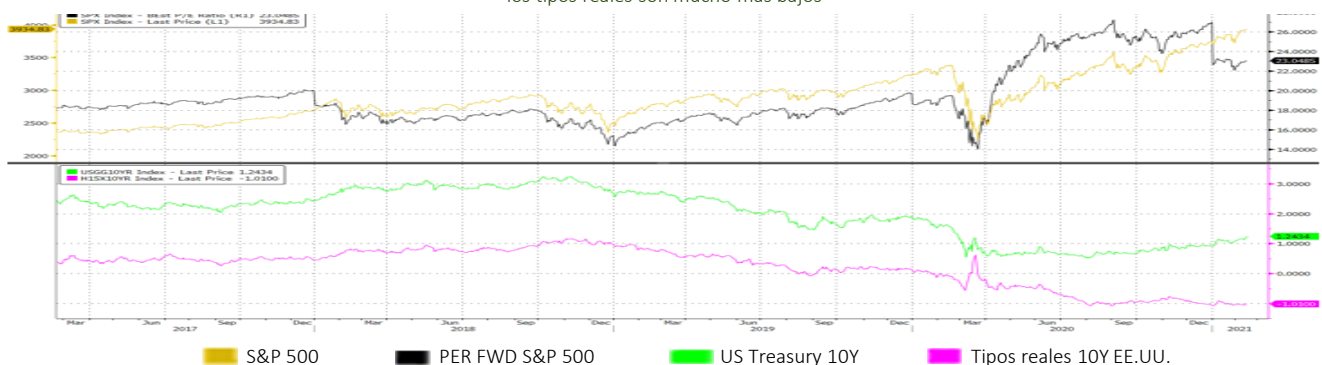
Por ahora, la bolsa ha seguido subiendo ignorando los tipos de interés;. Tiene lógica que tras una crisis la bolsa suba, a corto plazo, mientras los tipos se recuperan. Históricamente la subida desde niveles muy bajos ha sido positiva (ver gráfico 1).

No obstante, la historia demuestra que hay un nivel que empieza a dañar a la renta variable, pero creemos que aún está lejos. Hace un año el mercado se comportaba bien con la deuda al 2% y ahora no debería variar la situación. A pesar de que los múltiplos ahora son más altos, el crecimiento y la recuperación de los beneficios apoyan los niveles actuales. También hay que tener en cuenta factores como la velocidad a la que suba la yield de la deuda, el nivel de tipos reales y el ritmo al que crezcan los beneficios, que serán determinantes. No es lo mismo que el 10 años americano llegue al 2% en un mes, a que lo haga a final de año con los beneficios empresariales subiendo con fuerza durante el resto del año o que los tipos reales se mantengan o se reduzcan incluso más.

“La rentabilidad de la deuda podría seguir subiendo reflejando la normalización en la actividad, pero debería mantenerse contenida por el apoyo de los bancos centrales”

“En 2018 la subida de la TIR hasta el 3,25% provocó una corrección de las bolsas de más del 10%, pero ahora estamos sólo en el 1,2% y los tipos reales están en negativo (-1,16%) mientras en 2018 eran positivos (+1%)”

2. En 2018 el S&P 500 corrigió cuando el 10 años americano tocó el 3% y aunque las valoraciones son hoy más exigentes, los tipos reales son mucho más bajos



Fuente: Bloomberg

Nosotros creemos que no estamos en un nivel que pueda ser preocupante. Como podemos ver en el gráfico 2, en 2018 la subida de la TIR hasta el 3,25% provocó una corrección de las bolsas de más del 10%. Pese a que la valoración de la bolsa era entonces más barata (20 veces), los tipos reales estaban en positivo (+1%) y ahora son negativos (-1% aprox). Además, los beneficios empresariales están creciendo, la volatilidad está bajando y, aunque el posicionamiento es elevado, no hay señales extremas.

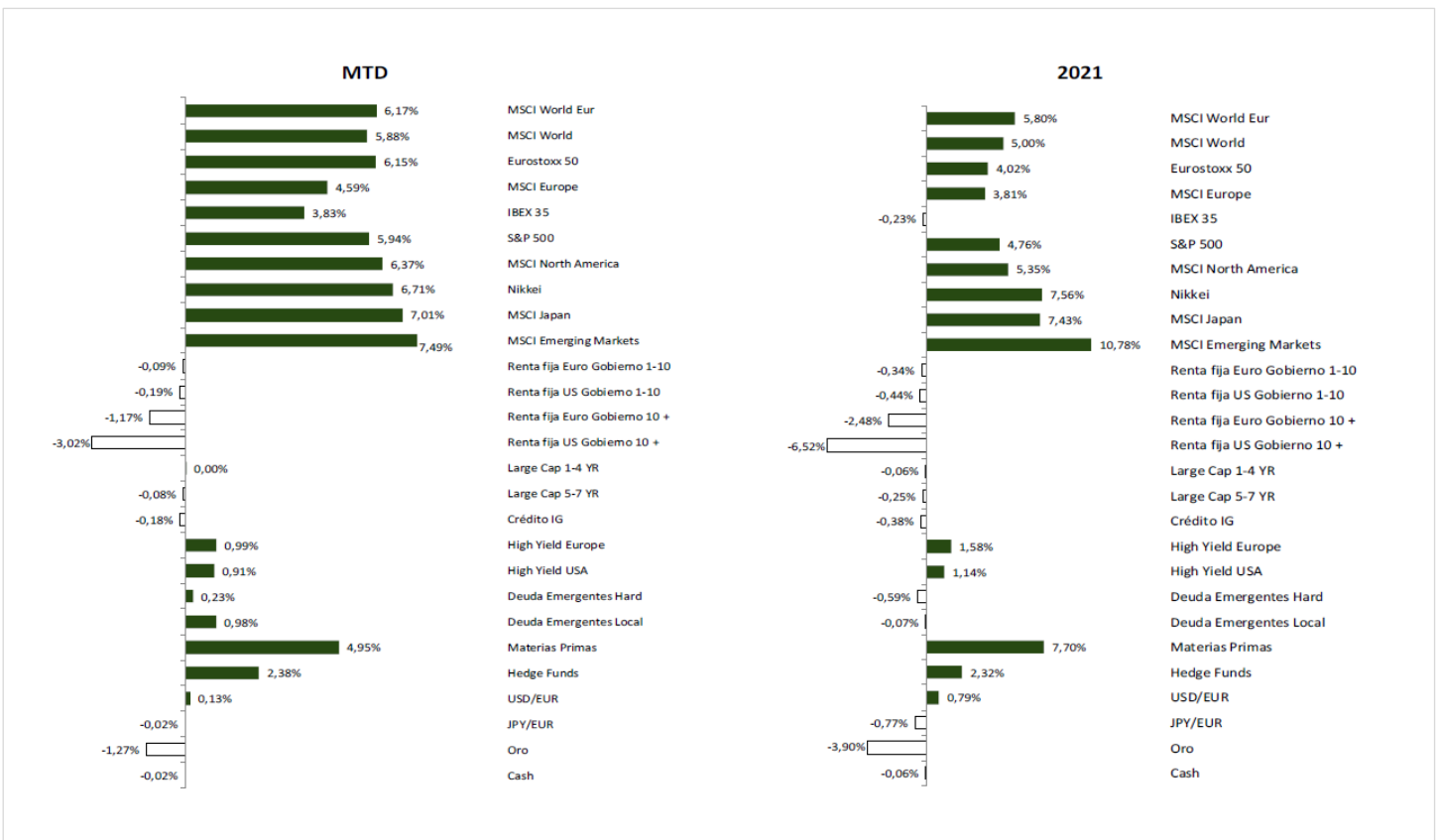
Aun así, desde hace algunos meses, hemos introducido en nuestras carteras estrategias para beneficiarnos de la subida de la inflación y de la mayor rentabilidad de la deuda. Tenemos exposición a inflación y posiciones cortas de deuda americana. Ambas nos han ayudado las últimas semanas.

Ponderación de las carteras respecto a los índices



Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 12/02/2021)

Índice Hedge Funds: HFRX Global Hedge

Índice de Cash: Eonia

Nota importante

Todas las opiniones y estimaciones facilitadas, están elaboradas en base a fuentes consideradas como fiables. No obstante lo anterior, Alantra Wealth Management no puede garantizar que sean exactas o completas y no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de las informaciones facilitadas en este documento.

Este documento comercial se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta o invitación para la adquisición o contratación de instrumentos o servicios de inversión, no pretendiendo reemplazar al asesoramiento necesario en esta materia y no constituyendo una oferta de compra o venta. Este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en un fondo o sociedad de inversión debe consultar su documentación legal, incluyendo el último folleto informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico.

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 lopdw@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 lopdw@alantra.com

www.alantrawealthmanagement.com

A Coruña ■ Barcelona ■ Bilbao ■ Madrid ■ San Sebastián ■ Sevilla ■ Zaragoza ■ Vitoria