

Market Clip

16 de Noviembre de 2016

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Sorprendente

Sólo podemos calificar la reacción de los mercados a la victoria de Trump como sorprendente. Esperábamos una corrección de las bolsas y del dólar en caso de que ganase que no ha ocurrido, y aún más si los republicanos obtenían (como ha sido) la mayoría en el Congreso y en el Senado. Aún más sorprendente ha sido la rápida corrección de la deuda (subida en TIR). Desde el día 8, el anterior a las elecciones, el S&P500 ha subido un 2% y el Euro Stoxx un 0,9%. El dólar se ha apreciado un 2,7% y el bono americano a 10 años ha pasado de pagar un 1,87% a un 2,22% (lo que implica una caída en precio de un 3,3%).

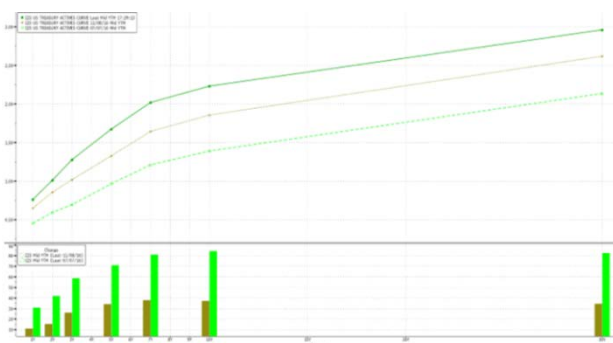
“Mantenemos la exposición nula a riesgo de tipos de interés y la infraponderación en bolsa”

Creemos que Trump ha sido muy inteligente al poner el ojo del inversor en la parte de sus medidas que tendrá un efecto positivo en la economía y no en las demás. En su discurso de investidura aseguró que buscaría doblar el crecimiento del PIB principalmente bajando impuestos y con un gran plan de infraestructuras. La primera medida aumentaría el consumo al crear mayor renta disponible, y la segunda tendría efecto directo en el PIB, incluso a largo plazo en el PIB potencial al existir una necesidad flagrante de infraestructuras en EEUU. El mercado ha comprado un Trump muy similar a Ronald Reagan, pero no es el caso. Reagan combinó bajada de impuestos y desregulación (al igual que Trump) con bajada del gasto público y una FED subiendo tipos con fuerza para controlar la inflación. En esto es en lo que se diferencian los dos, Trump es claramente inflacionista.

“El mercado hasta ahora ha ignorado las medidas proteccionistas de Trump [...] En otros momentos de la historia el proteccionismo ha llevado a inflación y a represalias, y las represalias a recesión”

Pero el mercado hasta ahora ha ignorado las medidas proteccionistas. Trump quiere elevar aranceles, compensar internamente a sectores amenazados por el comercio internacional, meter a China en la lista de países manipuladores de moneda y renegociar o rechazar los acuerdos de comercio en vigor (NAFTA y Trans Pacífico). **En otros momentos de la historia el proteccionismo ha llevado la inflación (al elevar el precio de los bienes importados) y las represalias a recesión.**

1. Evolución de la curva de tipos americana



Fuente: Bloomberg

2. Expectativas de inflación en EEUU



Fuente: Bloomberg

Pero centrémonos en lo que queremos hacer en las carteras tras haber decidido esperar a que se disipase la volatilidad (tal como dijimos en nuestra nota del pasado día 9). El pasado miércoles dijimos que cuando se redujese la volatilidad queríamos reducir el peso en dólar, subir el peso en bolsa americana y emergente (contra Japón), subir el peso en farma y financieros y mantener el bajo peso de bolsa y renta fija gubernamental. Hemos dejado correr a los mercados y ahora queremos hacer los siguientes cambios, en algunos casos cambiando de opinión.

1. Mantenemos la exposición casi nula a riesgo de tipos de interés. Creemos que el efecto Trump aplicado sobre una economía regada por unos bancos centrales ultra expansivos durante años tiene el **peligro de provocar que las expectativas de inflación se disparen y los tipos también**. Observamos con atención el bono americano a 10 años, que podría volverse un activo interesante.

2. Mantenemos la infraponderación en bolsa sin cambios. Trump no era el motivo de nuestra infraponderación, pero ha provocado un aumento de las expectativas de inflación que **ha disparado la rentabilidad de los bonos, reduciendo uno de los pocos argumentos positivos que quedan para las bolsas**.

3. Irónicamente vamos a aumentar el peso en EEUU. En el MSCI World, el índice comúnmente utilizado en nuestra industria, Norteamérica pesa aproximadamente un 55%. Nos ponemos el objetivo de subir el peso en EEUU hasta el 40% (de la exposición a bolsa de la cartera), el mismo que tenemos entre la suma de bolsa Europea y Española. ¿Por qué?

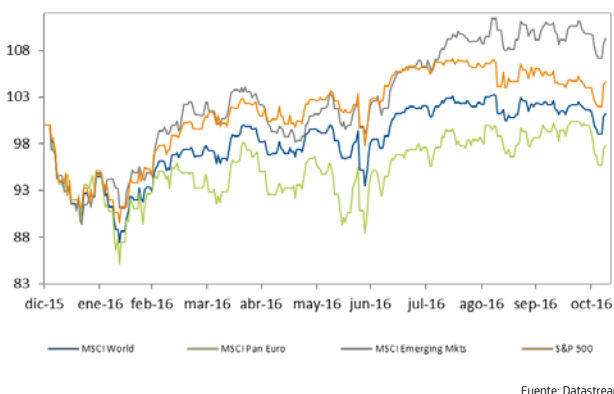
- **Trump podrá activar más rápidamente la bajada de impuestos y la inversión en infraestructuras que el proteccionismo.** Los primeros son positivos para el crecimiento de los beneficios empresariales. El mercado podría seguir fijándose durante un tiempo en esas medidas y no en las negativas (que por otra parte podrían ser frenadas por un Trump más prudente o por un Congreso que sirva de freno).

- **Además, la amarga realidad nos dice que en caso de fuertes correcciones como la que podríamos ver si aparece un Trump “malo”, es que la bolsa europea siempre cae más que la americana.**

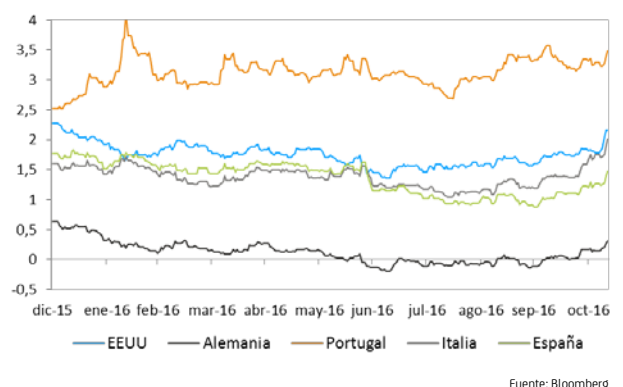
“Mantenemos la infraponderación en bolsa sin cambios. Trump no era el motivo de nuestra infraponderación, pero ha provocado un aumento de las expectativas de inflación ”

“La realidad es que Trump podrá activar más rápidamente la bajada de impuestos y la inversión en infraestructuras que el proteccionismo. ”

3. Rentabilidad de las principales bolsas



4. Rentabilidad de los bonos a diez años



- **Por último, el riesgo político en EEUU está sobre la mesa.** En Europa nos queda mucho por sufrir; tenemos el referéndum en Italia en diciembre y las elecciones presidenciales en Francia y en Alemania, el populismo no es algo único de EEUU.

- **En un momento de incertidumbre creemos que es más importante que nunca diversificar,** y nuestra infraponderación en EEUU puede ser excesiva.

4. Fijamos un peso objetivo en renta variable emergente del 18% de la exposición a bolsa y mantenemos el peso en deuda emergente en moneda local. Creemos que los fundamentales de gran parte de estos países son sólidos, movidos por una población joven, unos bancos centrales ayudando tras una relajación de la inflación, y sobre todo los precios son atractivos, cosa que no ocurre en la mayor parte de los países desarrollados. Nuestra infraponderación fuerte en bolsa nos permite ser agresivos con las apuestas sin que la volatilidad de las carteras sea alta. Creemos que si la bolsa sigue subiendo, los emergentes lo deberían hacer bien, y si corrige con fuerza, no es la parte del mercado donde podría decirse que hay una burbuja. Pese a todo, mantenemos la prudencia y vamos a estar muy encima de esta apuesta contra consenso. Si Trump se vuelve muy agresivo con su política proteccionista y el dólar sigue subiendo, las economías emergentes podrían sufrir bastante, y podríamos cambiar de opinión.

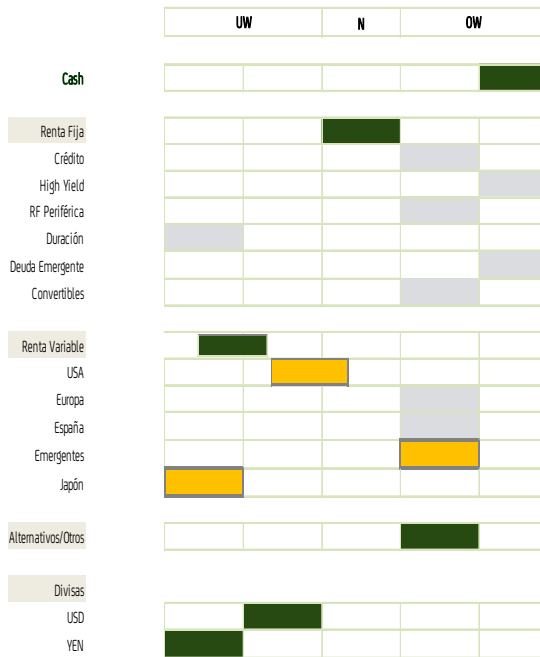
5. ¿Y el dólar? Un EEUU con más gasto público implica mayor déficit y más emisión de deuda, y en teoría eso debería provocar debilidad de la moneda. Sin embargo, la política pro crecimiento e inflacionista de Trump ha provocado como primera reacción una fuerte subida de la curva de tipos americana, seguida por Europa y Japón, pero en menor medida. Hoy un bono 10 años americano paga un 2,22% y uno alemán sólo un 0,30%. Pero es que a 2 años EEUU paga un 1% frente a una rentabilidad negativa del bono alemán del (-0,64%). **La liquidez está buscando rentabilidad debajo de las piedras, y en EEUU ya la puede encontrar.** No esperábamos una reacción tan rápida de la curva de tipos americana (el bono a 10 años estaba en verano al 1,4%). Ante este escenario, creemos que es lógico que el dólar se haya seguido apreciando, pero aprovecharemos la apreciación de estos días para reducir posiciones.

6. Respecto al movimiento sectorial, creemos que ha sido excepcional. La semana pasada el sector financiero americano se apreció un 11%, mientras que las utilities se comportaron como los bonos (son parecidas al tener altos dividendos) y corrigieron un 4%. Creemos que **los sectores que mejor se comportarán con Trump son el bancario y el farmacéutico,** que siguen siendo interesantes, aunque menos tras el fuerte rebote inicial. Creemos que hay que ser aún cautos con las empresas de infraestructuras, ya que muchas son empresas con una remuneración prefijada y alto dividendo y también se podrían comportar negativamente como los bonos. Queremos buscar mejor precio de entrada.

“En Europa tenemos el referéndum en Italia y las elecciones presidenciales en Francia y en Alemania, el populismo no es algo único de EEUU.”

“La política pro crecimiento e inflacionista de Trump ha provocado como primera reacción una fuerte subida de la curva de tipos americana, seguida por Europa y Japón”

Ponderación de las carteras respecto a los índices



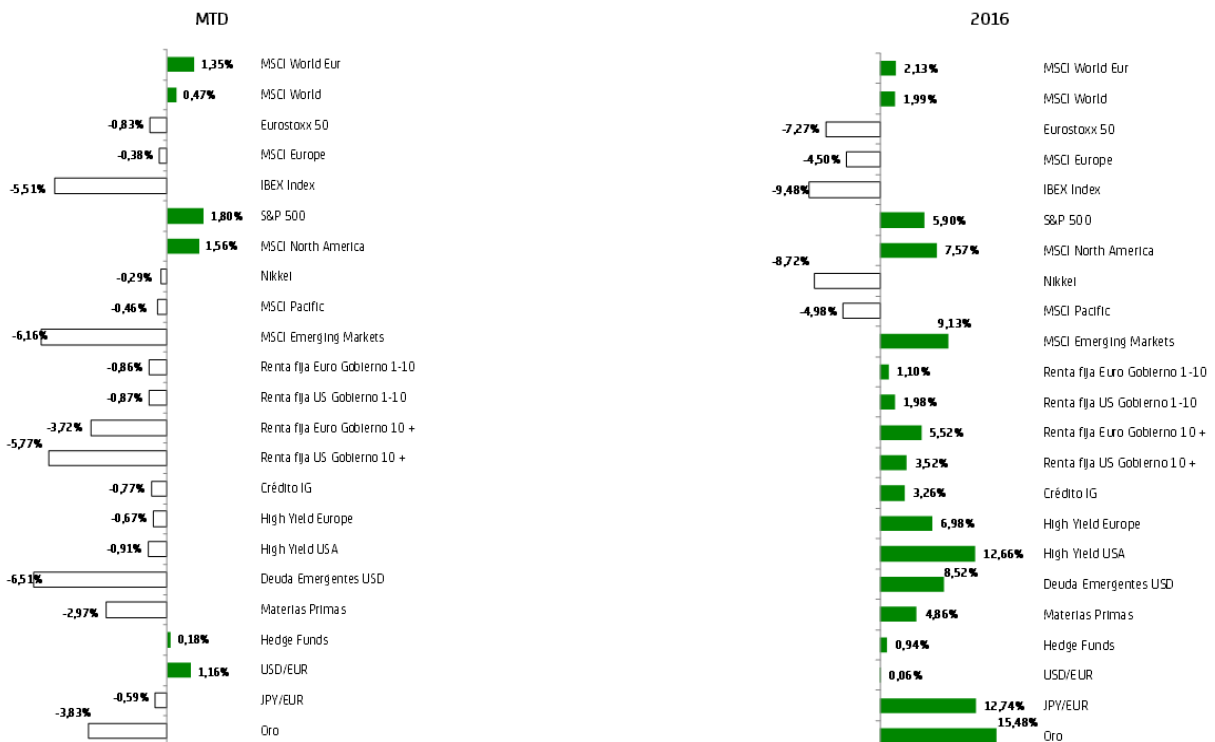
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados, neutrales o infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 11/11/2016)
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Indices), 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 Padilla, 17, 4ª Planta - 28006 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. o Alantra Wealth Management Agencia de Valores, S.A. (en adelante "Alantra Wealth Management") 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 infoalantrawm@alantra.com.

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslo a través de la dirección del email infoalantrawm@alantra.com.

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.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.