

## Market Clip

11 de Enero de 2017

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

### Perspectivas 2017: de más a menos

**Macro:** hemos entrado en 2017 con las economías europea y americana en expansión, y a pesar de las valoraciones, el mercado lo está celebrando. Creemos que puede seguir así durante unos meses (con volatilidad por medio), hasta que la apreciación del dólar, la inflación salarial y de las materias primas y la subida de tipos de interés hagan meya en la macro economía.

**Primera fase:** antes de las elecciones americanas, la macro ya había mejorado. Los ISM manufactureros y de servicios están en expansión, y el crecimiento del PIB año sobre año puede estar algo por encima del 2% en EEUU y algo por debajo en la zona euro. En el Viejo Continente, la depreciación del euro y una política fiscal menos restrictiva deberían ser suficientes para que el crecimiento continúe a este ritmo. La inflación ha reaparecido, pero por ahora no es significativa, aunque a principio de año veremos una fase más inflacionista por el efecto base de la subida del precio de las materias primas, que hicieron mínimos entre enero y febrero del año pasado. **El mercado por ahora cree en Trump y su política fiscal, lo que está llevando a un repunte de las expectativas.**

**Tenemos más dudas de cómo reaccionarán las expectativas de beneficios empresariales:** por una parte, la mejoría de los sectores financiero y energético garantiza un fondo resistente, pero no sabemos la influencia que el mayor optimismo y la subida del dólar tendrá a corto plazo y en las expectativas. Si las cosas siguen así probablemente veamos los tipos subir algo más, sobre todo en EEUU, y puede que al dólar acercarse más a la paridad. Sin embargo, creemos que la existencia de factores estructurales han deteriorado el crecimiento potencial (población envejecida, caída de la productividad y endeudamiento gubernamental) y los estabilizadores automáticos, impedirán que la economía americana entre en velocidad de despegue. Así como Europa está creciendo por encima de su PIB potencial, parece difícil que EEUU lo pueda hacer. **En algún momento del año la apreciación del dólar, la inflación salarial y de las materias primas y el encarecimiento de los costes de financiación acabarán impactando en la macro americana deteriorándola y devolviéndonos a un escenario de poco crecimiento.**

*“El mercado por ahora cree en Trump y su política fiscal, lo que está llevando a un repunte de las expectativas”*

*“En algún momento del año la apreciación del dólar, la inflación salarial y de las materias primas y el encarecimiento de los costes de financiación acabarán impactando en la macro americana ”*

1. EEUU: ISM Compuesto y PIB yoy



2. Eurozona: ISM Compuesto y PIB yoy



## Mercado y carteras

En la primera mitad del año, mientras se mantenga la aceleración del crecimiento, creemos que veremos a las bolsas con una tendencia positiva, con Europa comportándose mejor que EEUU, sobre todo por el componente sectorial de sectores financiero y cíclicos, que pesan mucho en los índices del viejo continente además de por una valoración más atractiva. Creemos que los tipos y el dólar podrían seguir repuntando ligeramente. Por supuesto, este escenario es compatible con unos meses volátiles: no estamos diciendo que vayamos a tener unos meses de estabilidad, sino que la mejora de las expectativas hará que el mercado mantenga la esperanza de un escenario muy positivo; por el camino tendremos que lidiar como siempre con altibajos, y más tras el fuerte repunte reciente de las bolsas y la incertidumbre política.

**Afrontamos estos primeros meses estando neutrales desde la prudencia en bolsa, largos de Europa frente a EEUU y neutrales en bolsa emergente,** pero sin descartar aprovechar el optimismo para cubrir las carteras a precios muy atractivos. Mantenemos poca duración y exposición a crédito europeo y renta fija emergente. Estamos expuestos a inflación, y **apostamos decididamente por el retorno absoluto como sustituto de la liquidez;** la única cosa que sabemos con certeza es que la rentabilidad de la tesorería será negativa el año que viene.

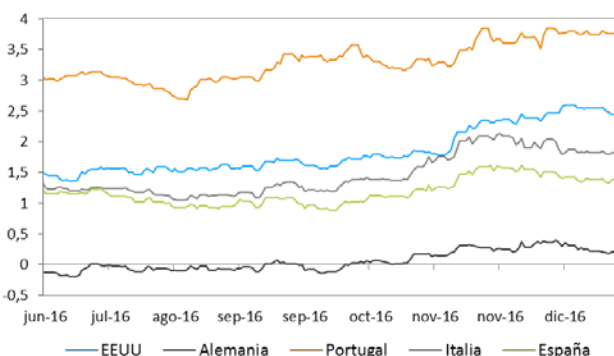
De producirse en algún momento de año la ralentización macro, veríamos a la FED replantearse incluso no subir las tres veces que ha indicado, y los tipos a diez años y el dólar caerían desde los niveles actuales. También creemos que en esa segunda fase veríamos un cambio de liderazgo: los sectores defensivos lo volverían a hacer bien y los emergentes podrían rebotar... Nuestra idea en esa segunda fase sería tener menos exposición a bolsa con una cartera más defensiva, bajar el peso en bolsa europea y subirlo en la americana emergente (que se beneficiarían de la caída del dólar) y comprar más deuda emergente. Bajaríamos el peso en inflación y en dólares. De nuevo, mantendremos un alto peso en retorno absoluto como sustituto de la tesorería (que tendrá rentabilidad negativa), con un riesgo contenido y potencial de rentabilidad razonable.

*“Afrontamos estos primeros meses estando neutrales desde la prudencia en bolsa, largos de Europa frente a EEUU y neutrales en bolsa emergente, pero sin descartar aprovechar el optimismo para cubrir las carteras a precios muy atractivos”*

*“Nuestra idea en esa segunda fase sería tener menos exposición a bolsa con una cartera más defensiva”*

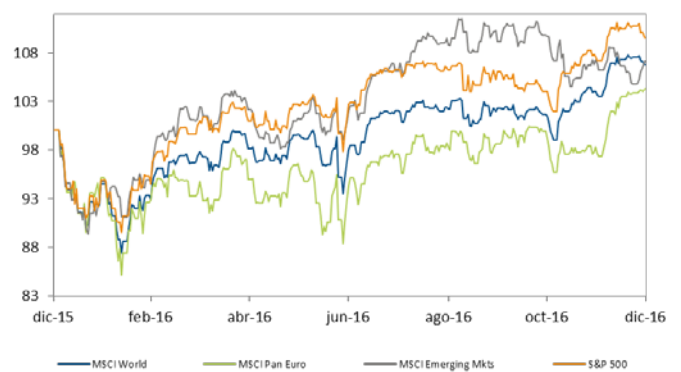
*“Apostamos por un alto peso en retorno absoluto como sustituto de la tesorería (que tendrá rentabilidad negativa), con un riesgo contenido y potencial de rentabilidad razonable”*

3. Rentabilidad de los Bonos a diez años



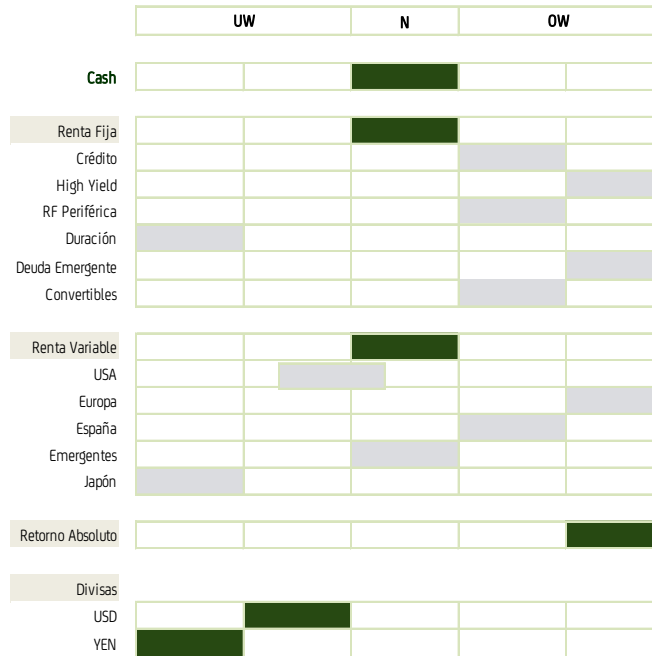
Fuente: Bloomberg

4. Rentabilidad de los principales índices



Fuente: Bloomberg

## Ponderación de las carteras respecto a los índices



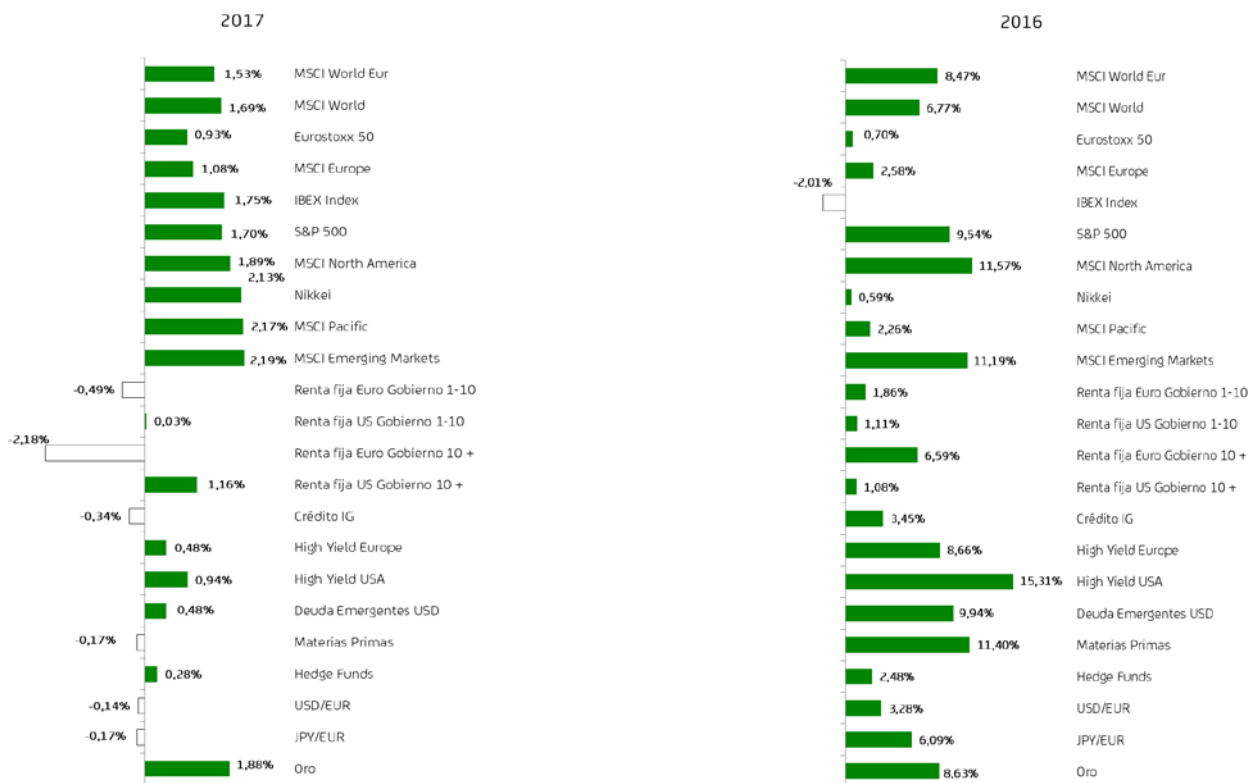
Fuente: Alantra Wealth Management

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 31/12/2016 y a 06/01/2017)  
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 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](mailto: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](mailto: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.

[www.alantrawealthmanagement.com](http://www.alantrawealthmanagement.com)

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ Zaragoza