

Market Clip

14 de septiembre de 2016
Ignacio Dolz de Espejo, CIO

BAJAMOS AÚN MÁS EL PESO EN BOLSA

Reducimos tácticamente el peso en renta variable de manera considerable dado que creemos que se podría producir una corrección en esta última parte del año; para poder ser tácticos necesitamos reducir posiciones y tener liquidez que utilizar si se produce la caída.

La valoración de los mercados no cuadra con la debilidad macro y la menor efectividad de la política monetaria. Sin embargo, estos argumentos ya estaban encima de la mesa hace unas semanas. ¿Qué ha cambiado? El tándem de tener por una parte malos datos macro y a la vez subidas de las curvas de tipos de interés. Vamos a intentar dar argumentos explicando nuestro posicionamiento de manera comprensible y apoyados por gráficos. Como se podrá ver, la mayor parte de los argumentos son sobre EE.UU., y sin embargo vendemos Europa, pero 1) en la mayor parte de las correcciones de la bolsa americana, Europa acaba cayendo más al ser más volátil, y 2) ya estamos muy cortos de EE.UU..

“La valoración de los mercados no cuadra con la debilidad macro y la menor efectividad de la política monetaria.”

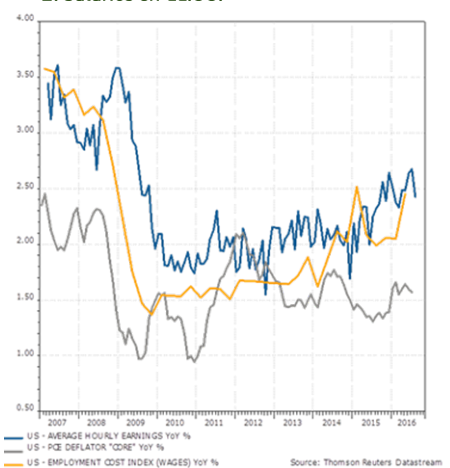
1. La macro en EE.UU. se ha vuelto a ralentizar. A finales del año pasado, la economía americana se frenó; más en concreto, el sector industrial se estaba contrayendo, para luego volver a territorio positivo. La mala noticia es que no sólo este indicador ha vuelto a números rojos, sino que el sector servicios también ha dado muestras de cansancio en septiembre. En el gráfico 1 mostramos el indicador ISM compuesto (industrial + servicios) y su correlación con el PIB, que augura desaceleración por venir.

2. A pesar de la debilidad macro, tenemos razones para creer que la inflación puede ser un problema para la Reserva Federal. Está claro que con los datos macro que hemos contado, por ahora no vamos a ver mucho crecimiento de los precios, pero creemos que en los próximos meses va a repuntar ligeramente. El efecto simultáneo de inflación en materias primas y en salarios puede cambiar la tendencia deflacionista. En el gráfico 2 podemos ver cómo poco a poco, los salarios están subiendo en Estados Unidos; al haber un desempleo tan bajo (4,9%), los empleados tienen más fuerza a la hora de pedir subidas de sueldo. Respecto a las materias primas, el problema es que los mínimos se marcaron en enero de este año, y por tanto dentro de unos meses, empezarán a aportar inflación al comparar año sobre año.

1. Indicador ISM compuesto: manufacturero y servicios y PIB real.



2. Salarios en EE.UU.



3. Aunque los datos de crecimiento no justifican una subida de tipos, la inflación salarial podría empujar a la FED a ser precavida y anticiparse subiendo tipos ligeramente o avisando de que lo hará en breve. Los niveles de tipos de interés que tenemos no son típicos de esta fase madura del ciclo, sino de una recesión, y no estamos ahí. Pero lo más preocupante es que aunque los bancos centrales no suban los tipos, el mercado está empezando a descontar que, o bien lo acabarán haciendo, o que al menos la política monetaria ya no va a ser tan intensa y/o tan “efectiva”. En el gráfico 3 podemos ver cómo desde principios de julio los tipos de interés en el mercado secundario han subido. El interés de los bonos a diez años se ha elevado tanto en EE.UU. como en Europa y Japón entre 20 y 40 puntos básicos. Si la tendencia continuase, el mantra de que altas valoraciones se sustentan en tipos de interés bajos se podría poner en duda. Gran parte del mercado está posicionado de la misma forma, y si muchos empezasen a deshacer posiciones a la vez, podríamos ver una corrección.

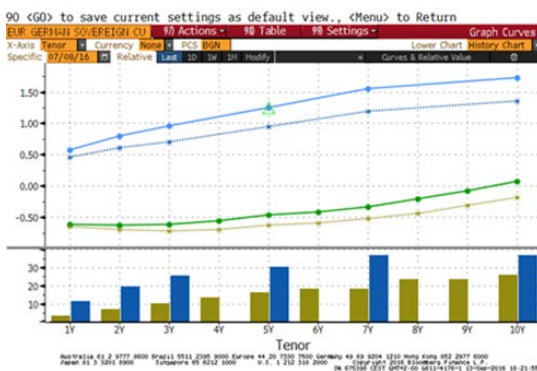
“Los niveles de tipos de interés que tenemos no son típicos de esta fase madura del ciclo, sino de una recesión”

4. **Valoración.** El gráfico 4 lo dice todo. La correlación de las bolsas con los beneficios empresariales lógicamente es muy alta. Desde 2009 hasta hace un año y medio, las subidas del S&P 500 (línea negra) habían venido acompañadas de crecimientos de beneficios (línea roja). Sin embargo, desde hace año y medio ya no es el caso. Los beneficios de la bolsa americana están contrayéndose, y la bolsa americana se resiste a hacer lo mismo dado que es una de las pocas alternativas rentables a largo plazo.

5. **La política se ha complicado en el mundo desarrollado.** Aunque no creemos que de forma aislada problemas de este tipo deban tener influencia directa sobre los mercados, sí que creemos que pueden ser un catalizador o excusa para correcciones. Recordemos que tenemos en breve el referéndum sobre la reforma constitucional en Italia y las elecciones en EE.UU., la paralización de España y problemas en Alemania y Francia con la emergencia del AFD y de Marine Le Pen.

“Desde 2009 hasta hace un año y medio, las subidas del S&P 500 (línea negra) habían venido acompañadas de crecimientos de beneficios ”

3. Tipos de interés



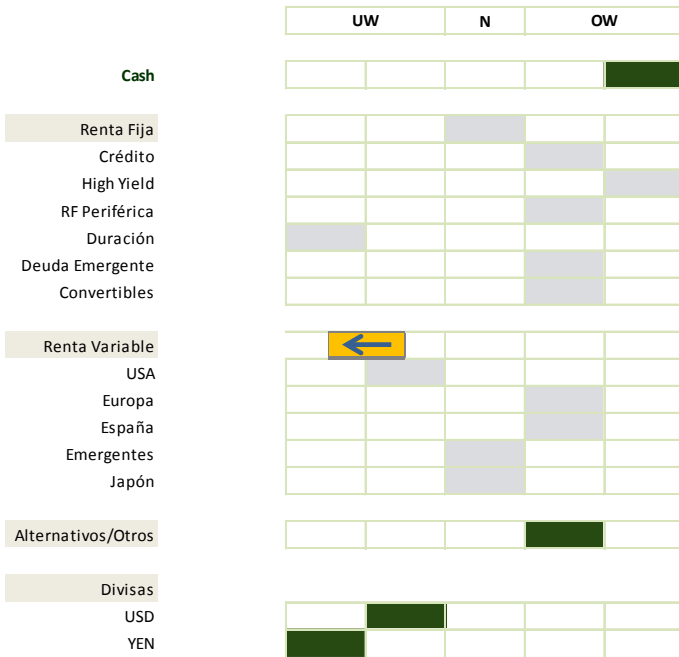
Fuente: Bloomberg

4. S&P Vs beneficios empresariales



Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices



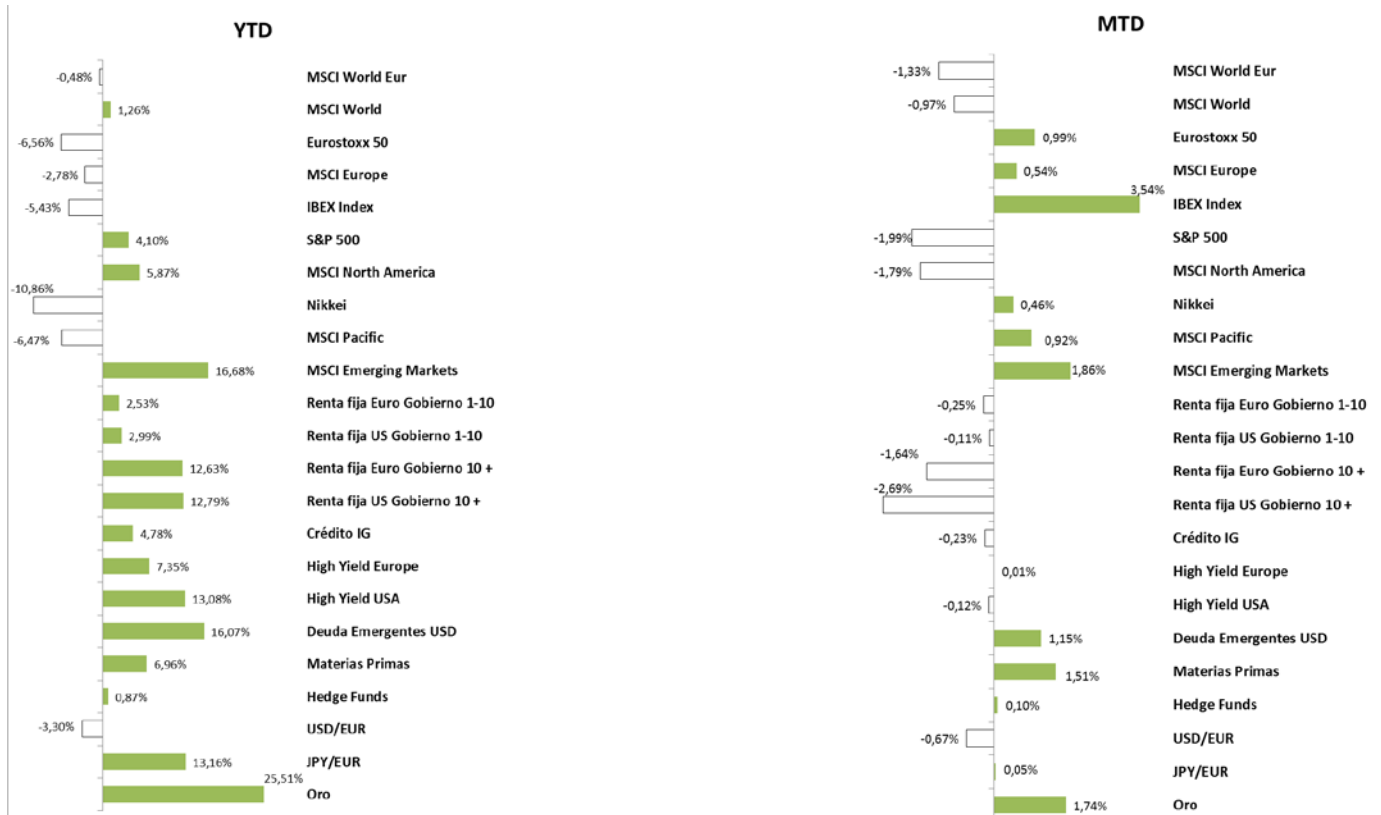
Fuente: N+1 SYZ

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 18/12/2015)
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 Nmás1 SYZ Gestión, SGIIIC, S.A., *en proceso de cambio de denominación a Alantra Wealth Management Gestión, SGIIIC, S.A.* (en adelante "Alantra Wealth Management") 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. No obstante, ni Alantra Wealth Management 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 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, 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 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 notifíquenoslos a través de la dirección del email infoalantrawm@alantra.com.

Nmás1 SYZ Gestión, SGIIIC, S.A., *en proceso de cambio de denominación a Alantra Wealth Management Gestión, SGIIIC, 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

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ Zaragoza