

Market Clip

21 de septiembre de 2016
Ignacio Dolz de Espejo. CIO

DIFÍCIL QUE LA FED SUBA TIPOS, PERO PODRÍA DAR UN MENSAJE DIFÍCIL PARA LOS MERCADOS

El consenso no espera una subida de tipos esta semana en EE.UU.. Nosotros también lo vemos difícil porque históricamente la FED ha preferido no sorprender a los mercados y estos no esperan el alza de tipos ahora. Pero no descartamos una sorpresa, y damos muchas posibilidades a un mensaje agresivo de la FED. Sin ser el motivo que nos haya llevado a bajar el peso en bolsa, sí creemos que un mensaje duro e inesperado podría provocar volatilidad al tener un efecto negativo en bolsa y renta fija a la vez.

En este documento vamos a hablar de por qué esperamos ese mensaje agresivo, intentaremos explicar que los tipos de interés de los mercado desarrollados ya están “subiendo” en los mercados secundarios. Por último, explicaremos por qué los bancos centrales pueden querer unas curvas con más pendiente, empezando por el Banco de Japón, que ha apostado por ello esta mañana.

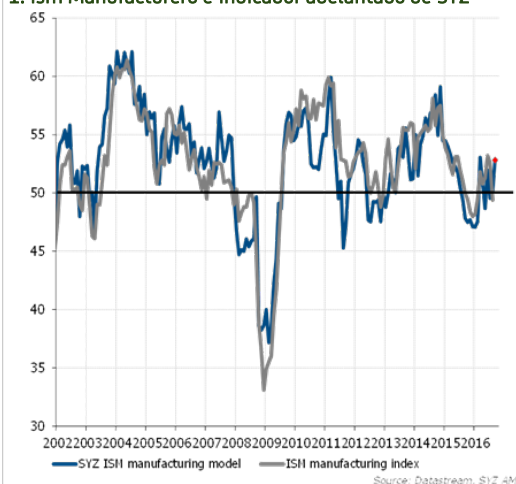
Esperamos un mensaje más agresivo por parte de la Reserva Federal porque a pesar del nimio crecimiento económico, en un ciclo normal, los tipos estarían más altos. Creemos que la FED debe ser ya más agresiva porque tienen una ventana de oportunidad en la que poderlos subir. Si bien los datos macro publicados recientemente no son nada espectaculares, tampoco son muy malos. Si lo juntamos con una inflación subyacente al alza y sumamos la necesidad de la FED de advertir al mercado previamente para no dar un susto a los mercados, todo nos hace pensar que la FED va a dejar “preparados” a los mercados para una subida de tipos en diciembre que luego podrá o no llevar a cabo.

Sin embargo, tanto en Europa como en Japón y EE.UU., los tipos de interés ya están subiendo en los mercados secundarios. Creemos que hay varios motivos para que esto se esté produciendo: la falta de atractivo por una parte, la falta de fe en que las políticas de los bancos centrales estén teniendo efecto en el crecimiento, el paso atrás que aparentemente ha podido dar el BCE (la FED ya está subiendo) y la posible voluntad de los bancos centrales de ayudar a los bancos.

1) Falta de atractivo: cada vez se hace más difícil para el sector privado comprar bonos a largo plazo, en muchos casos pagando un interés por prestar el dinero.

“La FED debe ser ya más agresiva porque tienen una ventana de oportunidad donde poder subir los tipos”

1. Ism Manufacturero e indicador adelantado de SYZ



2. Inflación e inflación subyacente



2) **Los bancos centrales no han conseguido** tras varios años de política monetaria atípica **estimular el crecimiento**. Ya hay consenso en que hay factores estructurales como el envejecimiento de la población y una menor productividad que los justifican. Por tanto, si por mucho que se haga no se va a conseguir el objetivo deseado, el mercado puede estar anticipando el paso atrás que pueden dar los bancos centrales.

3) **El BCE se ha dado mus y el BoJ ha cambiado de técnica**. Ambos han confesado que están trabajando en cómo continuar los programas, y existe la posibilidad de que los próximos pasos sean diferentes. En concreto en Japón y en Reino Unido se está discutiendo si utilizar las inyecciones monetarias para estimular directamente la economía (saltándose a los bancos). Aunque este paso seguiría empujando en la dirección de buscar crecimiento económico, no lo haría comprando bonos, y por tanto es natural que estos tiendan ligeramente al alza (caída en precio).

4) **Pero además, parece que los propios bancos centrales están buscando una manera de continuar con sus programas sin seguir dañando a los bancos**. El haber bajado tanto los niveles de tipos y llevado los cortos plazos a territorio negativo está haciendo mucho daño a los bancos. Hoy Japón ha anunciado que seguirá comprando bonos (QE) pero en plazos cortos y emitirá a largo plazo para estimular que los tipos a esos plazos no bajen, consiguiendo que la curva de tipos dibuje una mayor pendiente. Con esta medida está cambiando de objetivo intermedio. Ya no les interesa tanto depreciar su moneda (para la que es determinante el tipo a largo), sino ayudar a los bancos. Es un cambio importante, ya que estos pueden sobrevivir mucho mejor en este entorno, y si lo hacen, pueden ayudar a la economía a través del crédito. La práctica ha demostrado que una política de tipos bajos o incluso negativos ahoga el crecimiento al estrangular a los bancos. ¿Implementará algo parecido el BCE?

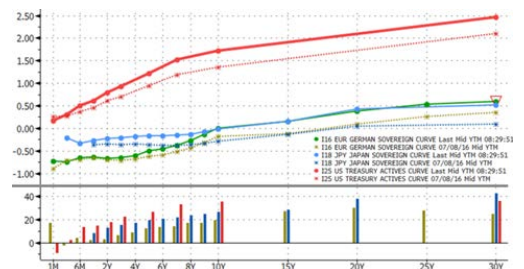
“Los bancos centrales no han conseguido tras varios años de política monetaria atípica estimular el crecimiento”

Conclusión

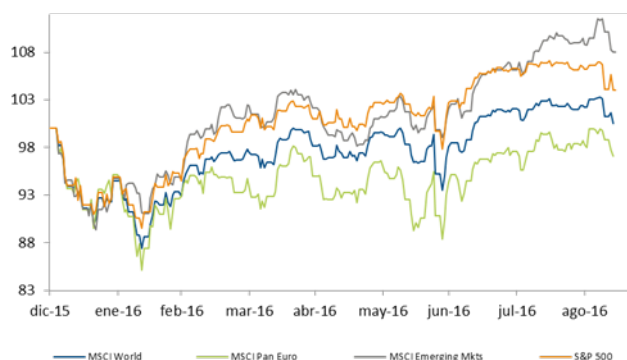
Tras muchos años de tipos a la baja, es posible que estemos ante un pequeño repunte de tipos. Aunque nosotros no esperamos un gran movimiento por nuestra previsión de poco crecimiento, poca inflación y tipos bajos, sí creemos que es motivo para ser prudente especialmente en cuanto a riesgo de tipos y exposición a activos de riesgo se refiere. Los bancos centrales han llevado a gran parte del mercado a estar posicionado de la misma forma, y un cambio de la tendencia es motivo de cautela.

Ahora mismo tenemos tácticamente poca exposición a activos de riesgo y a tipos de interés, y la inversión en monetarios no nos va a aportar rentabilidad, por lo que estamos preparando un incremento de la exposición a fondos de retorno absoluto, que tienen muy poca correlación con los mercados y nos pueden proporcionar la rentabilidad con poco riesgo que necesitamos.

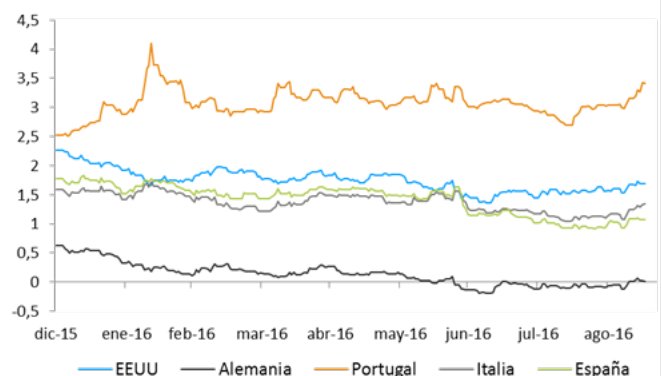
3. Tipos al alza en todos los mercados desarrollados



4. Rentabilidad de las principales bolsas



5. Rentabilidad de los bonos a diez años



Ponderación de las carteras respecto a los índices



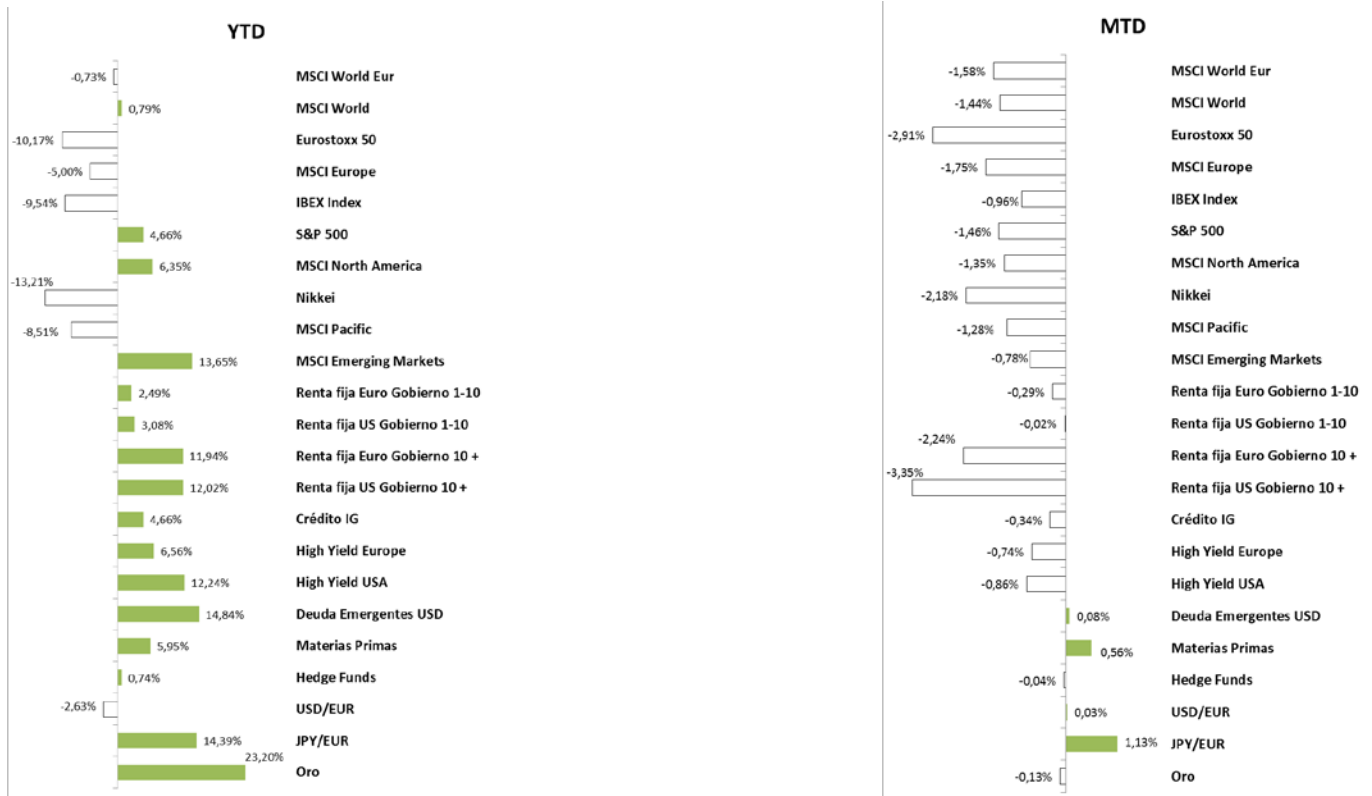
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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: N+1 SYZ

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 21/12/2015)
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