

Market Clip

28 de septiembre de 2016

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Mantenemos la prudencia.

Tras la decisión de la FED de no subir los tipos de interés y la reacción de los mercados con rebotes en las bolsas, nos hemos replanteado la situación global macro, beneficios, valoración, riesgos... con el afán de no empeñarnos en una posición por el hecho de haberla tomado y hemos acabado con mucha convicción de que toca seguir siendo prudentes.

“La inflación está subiendo levemente, aunque esperamos que lo haga algo más los próximos meses”

¿Cuál es la situación macro?

De mejoría respecto al año pasado, al existir un crecimiento en EE.UU. y en Europa, que aunque muy suave, es positivo. Al mismo tiempo la inflación está subiendo levemente, aunque esperamos que lo haga algo más los próximos meses.

¿Y la política monetaria?

Los grandes bancos centrales siguen aplicando políticas pro-cíclicas. Recientemente la FED y el BCE han retrasado unos meses decisiones importantes, subir tipos en el caso de la primera y prorrogar el programa de compra de bonos en el caso del segundo.

Es posible que entonces les cueste más actuar, porque en el caso de la FED tenían una ventana de oportunidad para acercar los tipos a unos niveles más acordes con la “razonable” macro actual. Dentro de unos meses les podría costar más moverse, y la política monetaria es hoy muy acomodaticia con el riesgo de estar hinchando burbujas.

En el caso del BCE, creemos que va a tener más dificultad para aprobar una reforma y ampliación del plan de recompra de bonos (la necesita para poder seguir comprando más allá de marzo) ya que se espera un pequeño repunte de la inflación. Si este llega, Alemania y los países de norte se opondrán a más política monetaria y podría ser mal interpretado por las bolsas y los bonos. Recordemos que el único objetivo del BCE es controlar la inflación. Además, si se retrasa hasta después de la subida de tipos de la FED, se arriesga a provocar una apreciación del dólar que no sería buena para nadie.

La buena noticia es que en principio, se abre una oportunidad para que activos sensibles a los tipos de interés se comporten bien hasta la reunión de la FED de diciembre, la mala es que esta se ha vinculado mucho a los datos, y especialmente a una inflación que está al alza. Nos preocupa la volatilidad y correlación que está habiendo ente inflación, tipos de interés y bolsas.

1. PER y Beneficios esperados 2016

	PER y Crecimiento de Beneficios (esperado en DIC 2015) 2016		PER y Crecimiento de Beneficio (esperado hoy) 2016	
	PER 16e	Cto B° 16e	PER 16e	Cto B° 16e
Europa	15,2	6,1%	16,6	-1,8%
EEUU	17,2	7,3%	19,2	0,7%
Japón **	12,8	15,3%	14,5	10,3%
EM	10,4	8,3%	14,0	6,8%
UK	15,4	3,2%	17,9	-6,0%

** Año Fiscal - Marzo 2016 -17
 Datos a 26/08/2016
 Fuente: Alantra y Morgan Stanley

2. PER y Beneficios esperados 2017

	PER y Crecimiento de Beneficios (esperado en MAYO 2016) 2017		PER y Crecimiento de Beneficio (esperado hoy) 2017	
	PER 17e	Cto B° 17e	PER 17e	Cto B° 17e
Europa	14,1	13,9%	14,6	13,3%
EEUU	15,8	14,3%	16,9	13,5%
Japón **	12,0	7,0%	13,3	9,6%
EM	11,0	14,5%	12,4	13,3%
UK	14,5	18,9%	15,3	16,9%

** Año Fiscal - Marzo 2016 -17
 Datos a 26/08/2016
 Fuente: N+1 y Morgan Stanley

Valoración y beneficios

Tras analizar los datos, consideramos que la renta fija gubernamental está muy cara, y la emergente en dólares cara, mientras que en los bonos emergentes en divisa local hay un carry alto y tenemos la opcionalidad de capturar una apreciación de la divisa; es uno de los activos que más nos gusta. En renta fija high yield vemos una valoración levemente atractiva.

En bolsa sólo vemos atractiva Europa y emergentes en general. En el caso de EE.UU., nos preocupa la falta de crecimiento de beneficios, que sin el peso de la tecnología serían muy negativos. Como hemos repetido recientemente, la bolsa americana cotiza a 16,9 veces los beneficios esperados por el consenso en 2017, pero creemos que es improbable que si estos no han conseguido crecer los últimos 18 meses, lo vayan a hacer el año que viene teniendo en cuenta que la inflación salarial está creciendo, y el petróleo cotiza un 50% por encima de diciembre del año pasado (USD 45 vs 30).

Una valoración ajustada no sería un argumento único suficientemente fuerte como para justificar nuestra infra ponderación en bolsa, pero unido a la excesivamente suave macroeconomía, el posible cambio de ciclo de los bancos centrales y el ruido político, sí nos parece el argumento más contundente.

Política

Es verdad que siempre hay incertidumbre política, pero lo que tenemos por delante los próximos meses es bastante excepcional. Tenemos elecciones en EE.UU. con toda la volatilidad que Trump puede provocar, a Marine Le Pen en Francia, el referéndum en Italia, la puesta en marcha del Brexit, la falta de gobierno en España, la posible salida de Merkel... Consideramos más preocupantes las elecciones en EE.UU. y el ruido de la campaña electoral, aunque por otra parte puede que amortigüen el ruido de los demás, pero en conjunto debemos decir que la política pesa en nuestra decisión de ser prudentes. Si las valoraciones fuesen atractivas no sería un argumento válido, pero en conjunto sí.

Conclusión

Todo lo comentado nos hace reiterar nuestro poco apetito por el riesgo, con una decisión de claro consenso. La decisión de la FED de no subir tipos o la buena reacción de las bolsas a la decisión no nos lleva a cambiar de opinión. Creemos que salvo que los beneficios despeguen o se apruebe un súper plan de política fiscal, las bolsas no van a subir mucho más y los tipos de los bonos gubernamentales no van a bajar mucho, por lo que bolsa y renta fija gubernamental son dos activos donde queremos tener poca exposición. No vemos margen de seguridad al ver poco potencial al alza y mucho de caída.

En renta fija seguimos fuera de renta fija gubernamental aunque mantenemos exposición a deuda corporativa, especialmente high yield, híbridos y financieros.

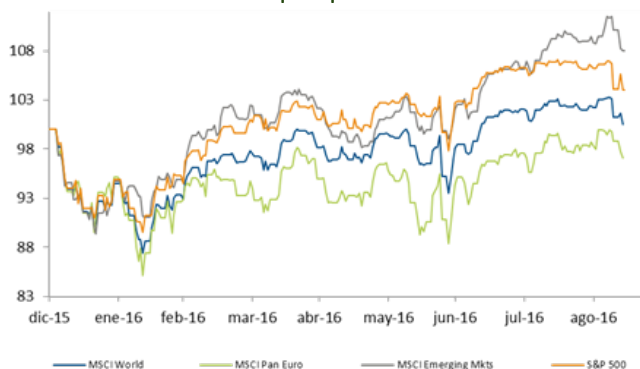
Incrementamos el peso en renta fija emergente en moneda local, lo que supone incrementar la sensibilidad de las carteras a una subida de tipos y a un recalentamiento por inflación. Por esta misma causa incrementamos la posición en este mismo activo.

Queremos aumentar el peso en fondos de retorno absoluto, y estamos buscando oportunidades con las que hacerlo.

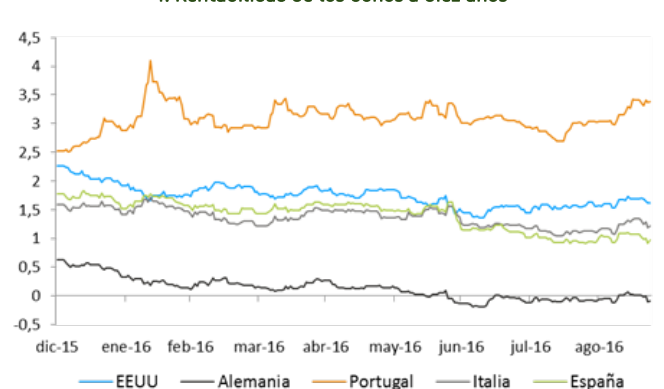
Por último, más que nunca tenemos la necesidad de ser más tácticos para “robar” rentabilidad al mercado. Tanto con alguno de estos activos que podemos comprar ahora, como sobre todo ante correcciones de las bolsas, que como vimos con el Brexit suelen acabar en un rebote fuerte por el exceso de liquidez del mercado y la búsqueda general de oportunidades.

“En bolsa sólo vemos atractiva Europa y emergentes en general. En el caso de EE.UU., nos preocupa la falta de crecimiento de beneficios”

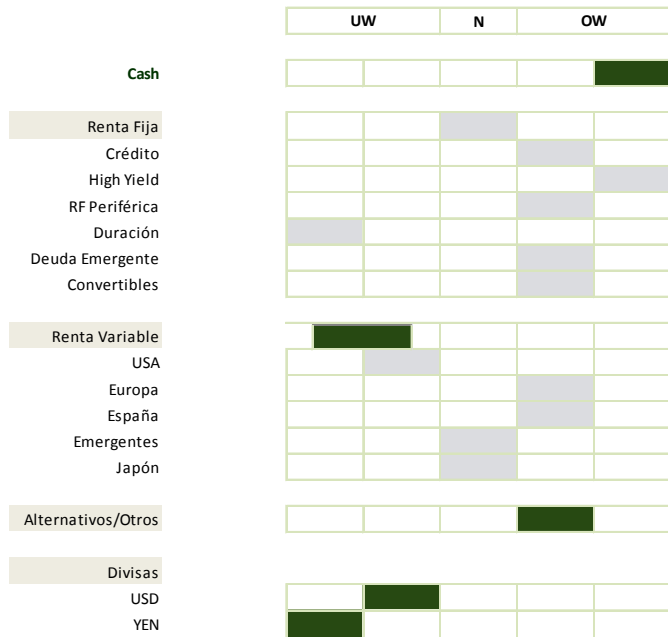
3. Rentabilidad de las principales bolsas



4. Rentabilidad de los bonos a diez años



Ponderación de las carteras respecto a los índices



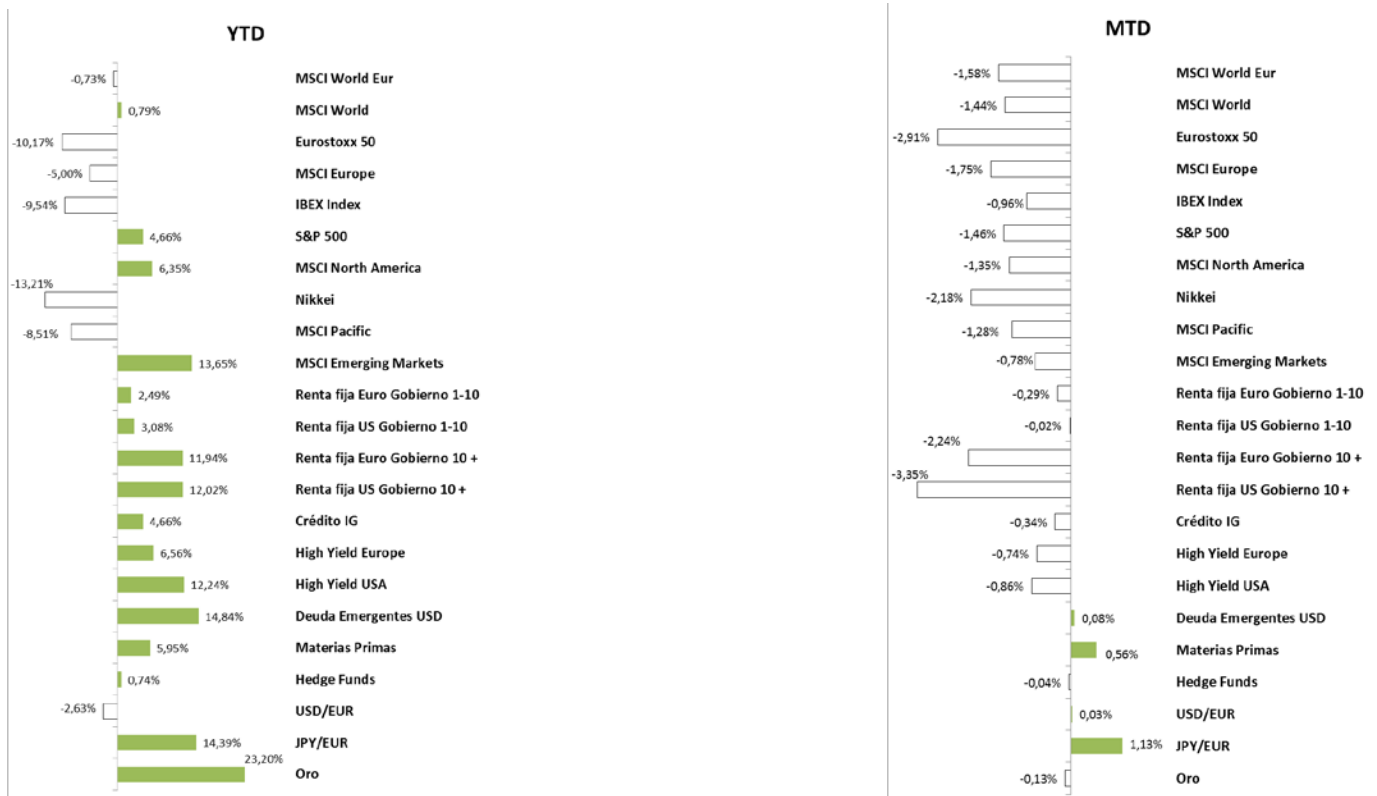
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 23/09/2016)
 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