

## Market Clip

28 de Febrero de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

### Más tranquilidad

**Algunos datos macro de la zona euro se han estabilizado (han dejado de mejorar), lo que son buenas noticias al evitar un recalentamiento de la zona euro que pudiese llevar a un endurecimiento de la política monetaria.** En concreto, tanto el PMI manufacturero como el de servicios (ver PMI compuesto en gráfico 1) han sido algo peores de lo esperado y que los datos anteriores, pero siguen siendo datos francamente buenos. En el gráfico 2 podemos ver como el nivel de sorpresas positivas en Europa era espectacular y no sostenible. Que este dato se haya desplomado no es malo, sólo quiere decir que se ha equilibrado el porcentaje de datos macro que sorprenden al alza y los que sorprenden a la baja.

**Además de lo anterior, esta semana han hablado los gobernadores de la FED y del BCE, y ninguno ha sido más agresivo de lo esperado, han transmitido continuidad.** Como consecuencia de los dos factores, deberíamos ver estabilidad en los bonos y un buen entorno para los activos de riesgo durante las próximas semanas. Sin embargo, esperamos un segundo trimestre más complicado, con más ajustes en tipos al alza.

- **¿Qué ha dicho Draghi?** No ha podido ser más claro... *“pese a la recuperación robusta de la economía de la eurozona, la inflación aún debe mostrar señales más convincentes de un ajuste al alza sostenido tras mantenerse por debajo del 1% durante varios años.”*
- **Por su parte, Jerome Powell,** el nuevo Gobernador de la FED, hizo una descripción muy positiva del entorno macro americano, citando fuentes de crecimiento como la política fiscal, mayor crecimiento de las exportaciones y del capex, pero diciendo que al mismo tiempo *“buscarán un balance entre evitar una economía recalentada y llevar la inflación al 2% de forma sostenible.”* Por tanto, no parece que por ahora tenga ganas de ser más agresivo que Janet Yellen.

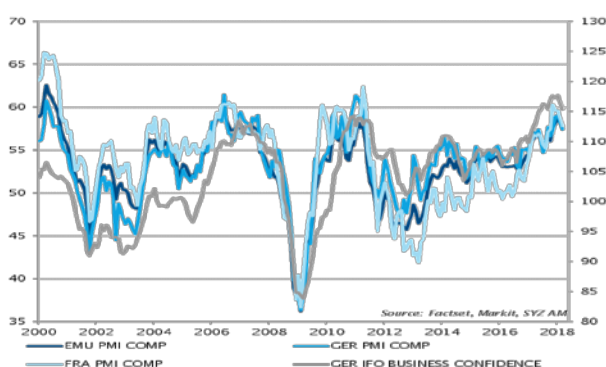
**¿Qué podemos esperar de las bolsas en 2018?** Nos parecen especialmente interesantes los gráficos 3 y 4. En el primero vemos cómo en 2004 y ahora mismo, la rentabilidad del bono americano a dos años pasó a ser más interesante que el dividendo medio del S&P500, haciendo que la bolsa pierda atractivo. ¿Qué ocurrió con las bolsas en 2004? Durante la primera mitad del año hubo tres correcciones de entre el 5,5% y el 7%, pero el índice americano acabó cerrando con una rentabilidad del 9%. Creemos que mientras la inflación y los tipos de interés sigan subiendo de manera paulatina, podemos tener un buen año para las bolsas, pero al igual que en 2004, con mucha volatilidad.

*“Algunos datos macro de la zona euro se han estabilizado”*

*“Esta semana han hablado los gobernadores de la FED y del BCE y ninguno ha sido más agresivo de lo esperado”*

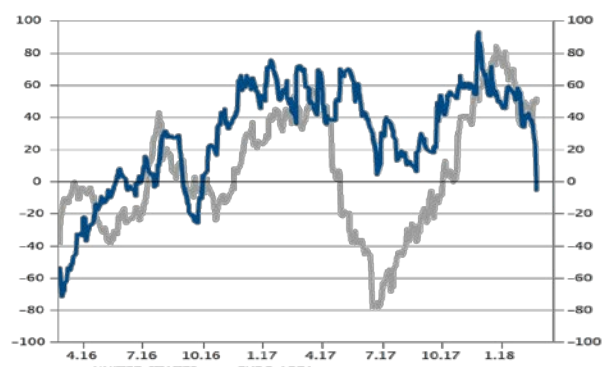
*“Deberíamos ver estabilidad en los bonos y un buen entorno para los activos de riesgo durante las próximas semanas”*

1. El PMI compuesto en la zona euro es muy bueno, pero deja de mejorar



Fuente: SYZ Asset Management

2. El indicador de sorpresas positivas de la zona euro se relaja. Citi Economic Surprise Index



Fuente: SYZ Asset Management

Italia

**Este fin de semana se celebran elecciones en Italia, donde con toda probabilidad, se acabará con un Parlamento difícil de gobernar.** Es la tónica habitual en Italia, pero son malas noticias porque necesitan reformas estructurales.

**Las encuestas no dan mayoría a ninguna coalición.** En estos momentos no hay un claro favorito. El Partido Demócrata de Mateo Renzi y su coalición tienen un 25% de intención de voto, el movimiento 5 estrellas (populista) un 30% y la coalición de derechas de Forza Italia (Berlusconi), la Liga Norte y Hermanos de Italia, un 35%.

**La nueva ley electoral es compleja.** Está diseñada para conseguir un Congreso gobernable, al dar un extra de escaños al partido más votado siempre que tenga ventaja respecto al segundo. Se calcula que para conseguir gobernar una coalición debería obtener alrededor de un 40% de los votos. Esto, junto a otras normas complejas, hace que sea poco probable conseguir una mayoría suficiente, Italia parece avocada a un Congreso ingobernable.

**La buena noticia es que es muy difícil que el movimiento 5 estrellas pueda gobernar.** Tiene menos intención de voto que la coalición de derechas y no se quiere aliar con nadie más. Por su parte, la liga norte también tiene complicado conseguir suficientes votos.

**Una de las pocas posibilidades para un gobierno estable es una alianza de partidos.** Pero incluso si lo consiguiesen (o si los partidos de centro derecha consiguiesen mayoría) habría que elegir Primer Ministro, lo que parece aún más difícil. Si no hay gobierno, habría elecciones antes de un año (como ocurrió en España), pero esto no es raro en Italia.

**Consecuencias para los mercados:** En principio, no creemos que haya consecuencias a corto plazo. Italia siempre ha sido así, y los dos escenarios complicados parecen descartados: tanto una victoria del movimiento 5 estrellas, como que el líder de la Liga Norte sea Primer Ministro.

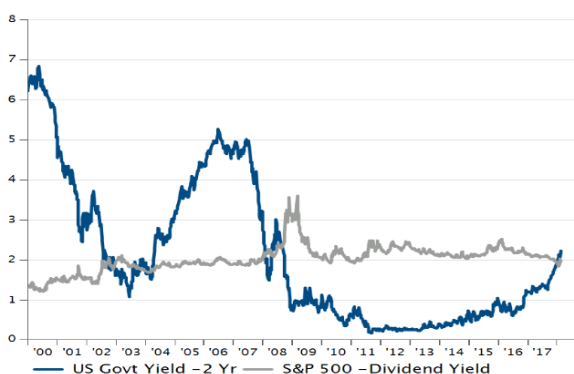
**Hace falta un gobierno efectivo para impulsar las reformas estructurales tan necesarias.** Son necesarias para conseguir elevar el ritmo de crecimiento de la economía y sanear tanto los bancos como las finanzas públicas. La ausencia de un gobierno sólido mantendría el *status quo* y podría llevar a Italia a un peor comportamiento a largo plazo.

**Sin embargo, si hubiese un gobierno de coalición entre derecha y socialdemocracia (poco probable), sí que tendría fuerza suficiente para hacer reformas,** lo que sería bueno para la prima de riesgo, la bolsa italiana e incluso para el Euro.

*“Mientras la inflación y los tipos de interés sigan subiendo de manera paulatina, podemos tener un buen año para las bolsas, pero con mucha volatilidad”*

*“Este fin de semana se celebran elecciones en Italia, donde con toda probabilidad, se acabará con un parlamento difícil de gobernar”*

3. Al igual que ahora, en 2004 los bonos a 2 años americanos empezaron a pagar más que el dividendo del S&P500...



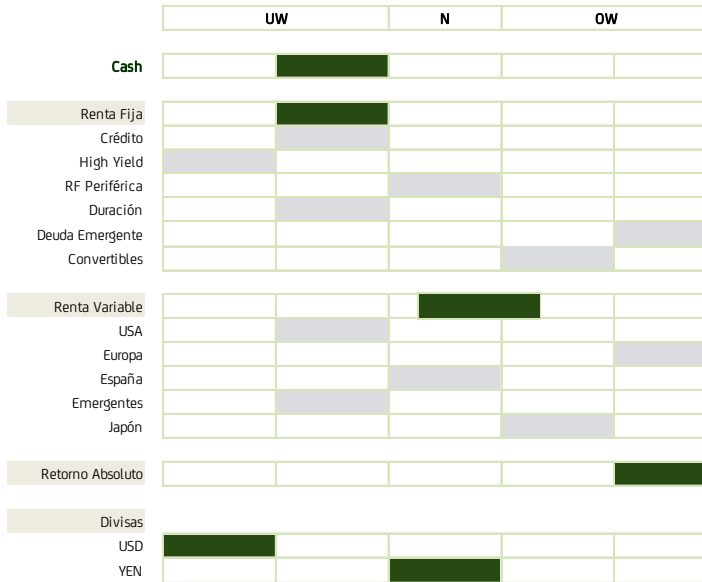
Fuente: SYZ Asset Management

4. Provocando turbulencias la primera mitad de 2004 (pero acabando con rentabilidades atractivas)



Fuente: Bloomberg

## Ponderación de las carteras respecto a los índices



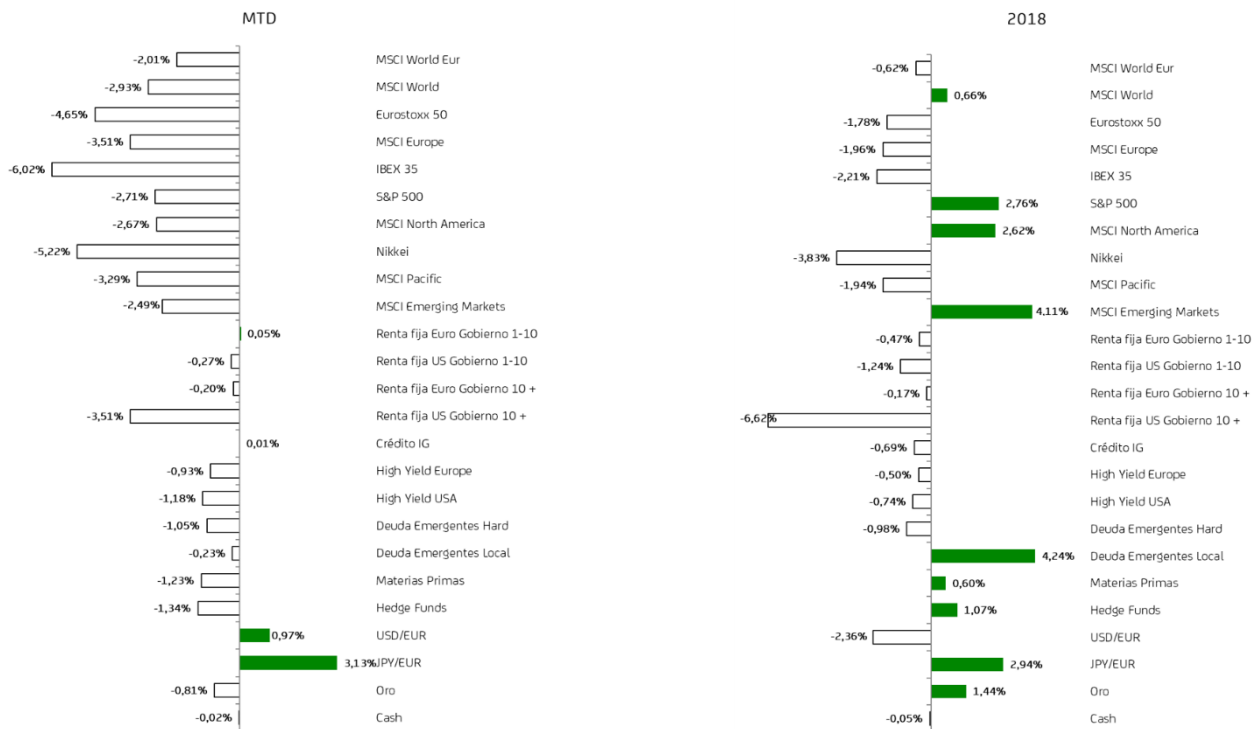
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 23/02/2018)  
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 notifíquenoslos a través de la dirección del email [infoalantrawm@alantra.com](mailto:infoalantrawm@alantra.com).

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.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 ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza