

## Market Clip

31 de Mayo de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

## Bajamos el peso en dólar; ¿qué pasa en Italia?.

**Hemos decidido bajar el peso en dólares.** El movimiento de apreciación ha sido muy rápido, y creemos que en los próximos meses podríamos ver a una Reserva Federal menos beligerante y a un BCE hablando de retirada de estímulos, por lo que deberíamos ver un bono a diez años estable en EEUU y al *bund*, poco a poco pagando más. Si se cierra ligeramente el diferencial de tipos, podríamos ver un rebote del euro.

### ¿Qué ha pasado en Italia?

**La situación política es muy compleja y cambiante, por lo que hacer un resumen es delicado,** pero intentamos dar una pincelada sobre lo que está ocurriendo.

El partido populista 5 Estrellas y la Liga Norte han intentado formar una coalición, en la que proponían como primer ministro a Giuseppe Conte y como ministro de economía al economista Savona. **En el programa conjunto de gobierno de los dos partidos destacaba su intención de incrementar el gasto** (y por tanto el déficit) **y pedir al BCE que condone la deuda italiana que tiene en balance.** Savona es un economista de reconocido prestigio, pero anti europeísta, y cuyas ideas cuestionan la pertenencia de Italia a la zona euro.

El presidente de la República Sergio Mattarella utilizó el domingo sus poderes constitucionales para rechazar el nombramiento e intentar nombrar un nuevo candidato a primer ministro. **Carlo Cottarelli lideraría un gobierno de transición tecnócrata con la misión de aprobar los presupuestos, gestionar temas domésticos urgentes y convocar elecciones.** El presidente de la República comunicó que había intentado previamente una reconciliación de última hora para intentar buscar un nombre de consenso. Salvini, líder de la Liga Norte niega que dicho intento ocurriese. Este punto es importante, porque si de verdad ocurrió, quiere decir que la Liga Norte busca la confrontación y nuevas elecciones pensando que saldrán reforzados, y si no es cierto, Mattarella podría haberse excedido en sus poderes.

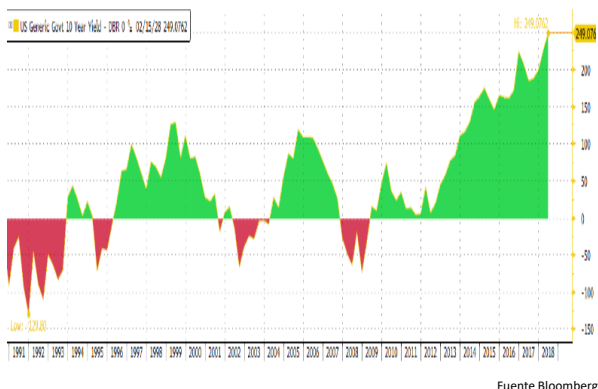
### ¿Qué puede pasar en el futuro (políticamente)?

Hasta hace dos días, **la Liga Norte y el Movimiento 5 estrellas habían adoptado una línea beligerante contra el Presidente de la República,** quejándose de su entrega a los mercados financieros y de que daba la espalda al resultado de las elecciones. En ese momento, el gobierno tecnócrata de Cottarelli parecía imposible, y unas elecciones inmediatas eran lo más probable. Esas elecciones, en el ambiente político del momento, corrían el riesgo de ser un referéndum en contra o a favor de la permanencia en la Unión Europea. La reacción de los mercados en esos momentos se hizo mucho más virulenta.

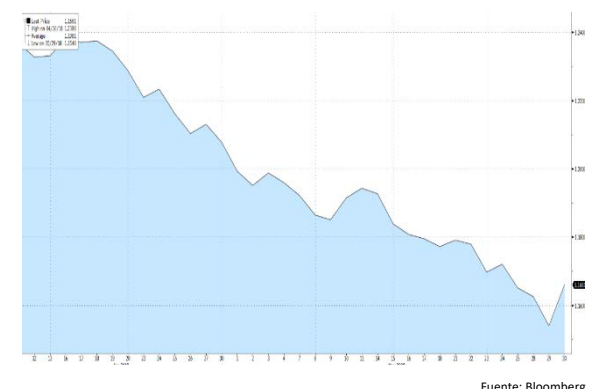
*“Si se cierra ligeramente el diferencial de tipos, podríamos ver un rebote del euro”*

*“La situación política en Italia es muy compleja y cambiante.”*

1. Diferencial entre el bono americano a 10 años y el Bono Alemán a 10 años



2. Importante apreciación del dólar en un mes: 1,24 – 1,16



**Parece que los nervios de los mercados influyeron a La Liga y el Movimiento 5 estrellas.** El miércoles por la mañana empezaron a circular noticias sobre la posible formación de un gobierno (menos polémico) promovido por los dos partidos y con la aprobación del Presidente de la República con la misión de convocar elecciones en otoño. La diferencia entre elecciones en julio o en octubre es importante. **Si se vota ahora, podría ser un voto más caliente y polarizado** en contra o a favor del euro. Si se vota **en otoño, los partidos se reorganizarán, los posibles pactos probablemente cambiarían** (La Liga podría pactar con el partido de Berlusconi en lugar de con 5 Estrellas, **y el electorado estaría más calmado**. Por tanto, las posibilidades de un resultado antieuropeo son menores. Hay que tener en cuenta que el pueblo italiano no es anti europeísta, y los dos partidos populistas tampoco lo son per se, sino solo parte de los miembros de estos.

*“Si se vota en otoño, los partidos se reorganizarán, los posibles pactos probablemente cambiarían y el electorado estaría más calmado”*

### ¿Cómo ha afectado a los mercados financieros?

**Para estos, la posibilidad de un gobierno anti europeísta en un país importante de la zona euro es clave.** Los diferenciales se abrieron mucho ante la posibilidad de un primer ministro euroescéptico y ante la posibilidad de unas elecciones polarizadas a favor o en contra de la zona euro. La prima de riesgo italiana se ha abierto: el bono a 10 años ha pasado de pagar un 1,7% a principios de mayo a un 3% ayer miércoles, ampliando la prima de riesgo 170 puntos básicos de mínimo a máximo.

*“Parece muy difícil que el BCE ayude a Italia cuando los dirigentes del país proponen romper las reglas financieras de la Unión Monetaria”*

**Hoy los mercados parecen estar algo más tranquilos** ante la posibilidad de elecciones más tarde y más calmadas, aunque el escenario se podría complicar muy rápido.

¿Cómo lo interpretamos nosotros? **A pesar de que el movimiento de la deuda italiana y periférica se parecen** (en mucha menor escala) **a lo ocurrido durante la crisis de hace unos años, la situación no es la misma;** hoy es mucho mejor.

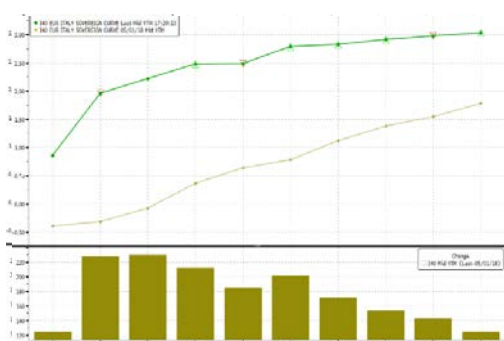
- **La situación macro** (crecimiento, déficit) **es mucho mejor** hoy en la zona euro.
- **Los bancos europeos están sanos.**
- **El BCE tiene más herramientas:** especialmente el ESM (mecanismo de estabilidad europea que ya ha financiado a varios miembros) y el OMT (programa de compra de bonos emitidos expresamente para ello cuando un país pide ayuda al BCE y con condicionalidad que aún no ha sido utilizado).

*“El aumento de diferenciales en España y Portugal si puede ser una oportunidad, pues son países europeístas, y recibirán sin duda la ayuda del BCE si las cosas se ponen feas”*

Sin embargo, **nos parece muy difícil que el BCE ayude a Italia cuando los dirigentes del país proponen romper las reglas financieras de la Unión Monetaria.** El BCE solo ayudaría explícitamente a Italia a cambio de compromisos, como ha hecho con otros miembros.

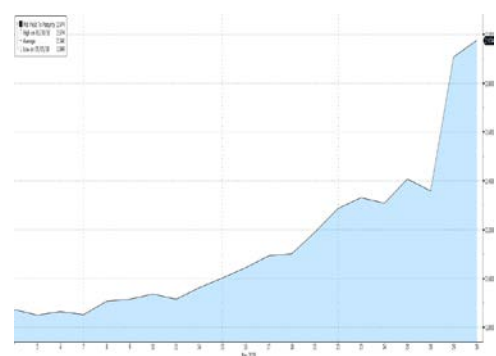
Por tanto, creemos que **la situación actual, complicada y cambiante en Italia, no es necesariamente una oportunidad,** mientras que el aumento de diferenciales **en España y Portugal sí puede serlo,** pues son países europeístas, y recibirán sin duda la ayuda del BCE si las cosas se ponen feas.

3. Variación de la curva de gobierno italiana en mayo (1-10 años)



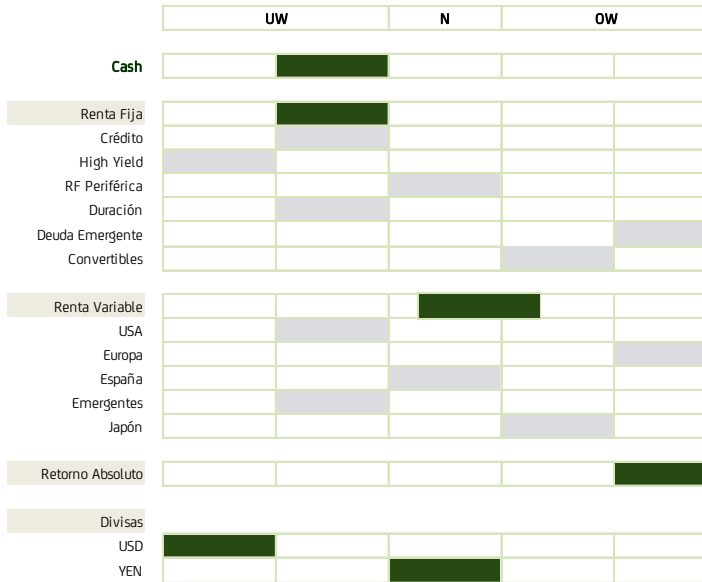
Fuente: Bloomberg

4. Ampliación de la TIR de Intesa San Paolo senior 190pb – 300pb (como ejemplo) en mayo



Fuente: Bloomberg

## Ponderación de las carteras respecto a los índices



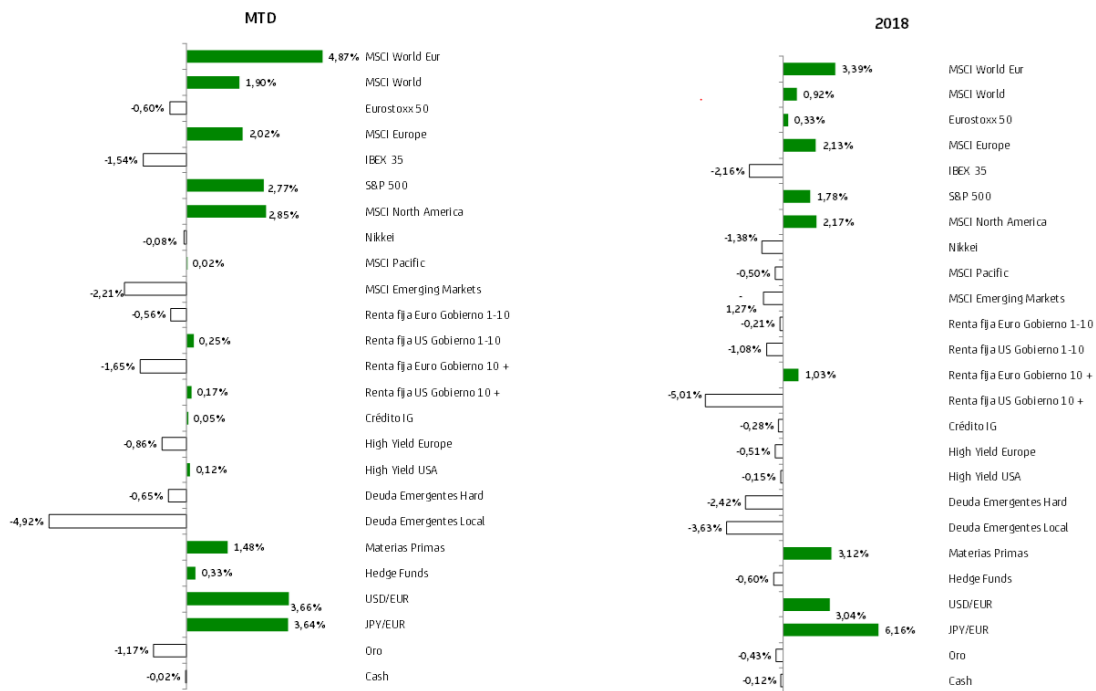
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

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 25/05/2018)

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