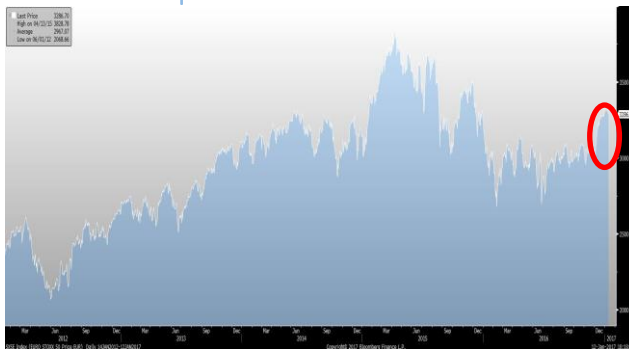


## Balance 2016 y Perspectivas 2017

El último trimestre del año se ha caracterizado por una volatilidad generalizada que culminó con un *rally* de final de año (en los últimos tres meses), motivado, principalmente, por el sector financiero.

El Eurostoxx experimentó un rally del 8.7% (ver gráfico 1) y el sector financiero del 23%, con bancos como Deutsche Bank +45%, Società Generale +42%, Caixa Bank +41% o bancos italianos como UBI +39% o UNIPOL +37%.

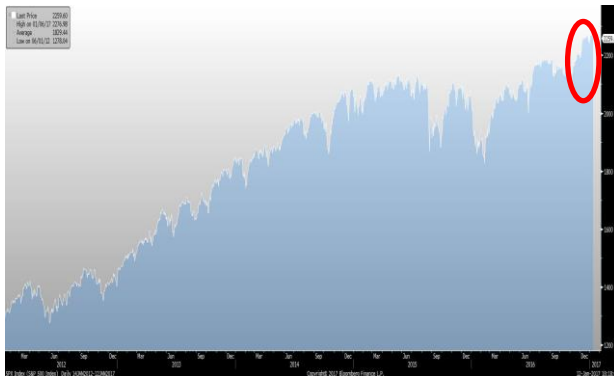
**Gráfico 1. El rally del Eurostoxx 50 a final de año ha sido motivado por financieras**



Fuente: Bloomberg

En el S&P 500 el rally fue del 3.25% (ver gráfico 2) y del sector financiero del 36%, con bancos como Morgan Stanley, Bank of America o Goldman Sachs subiendo en el entorno del 40%.

**Gráfico 2. El S&P 500 también se ha apoyado en el sector financiero**



Fuente: Bloomberg

Además de la subida de los *yields* de la renta fija, que ha motivado la subida del sector, hay una serie de acontecimientos que podríamos considerar como

positivos para el mismo. Estos son:

- 1) la aprobación por parte del gobierno italiano del rescate de uno de los bancos más antiguos del mundo y el tercer prestatario de Italia, **Banco Monte Di Paschi di Siena**, con una inyección de capital de €20.000 millones,
- 2) la ampliación de capital del **Banco Comercial Portugués** (equivalente al 150% de su capital) con un 90% de descuento,
- 3) el hecho que el **Banco Santander** vaya a hacer una emisión de deuda de cerca de €57.000 millones para aumentar el colchón de capital ante posibles quiebras o,
- 4) que **Deutsche Bank** y **Credit Suisse** hayan llegado a un acuerdo con el gobierno americano para pagar una multa de \$12.500 millones para liquidar su responsabilidad por la venta de activos tóxicos a sus clientes, algo que hubiera supuesto la quiebra de cualquier industria.

Es evidente que este sector tiene un peso muy relevante en los índices por lo que, su positivo comportamiento, ha influido en ellos (ver gráfico 3).

**Gráfico 3. El Eurostoxx 600 Bank Index ha rebotado desde mínimos históricos**



Fuente: Bloomberg

De todas formas, y a pesar de lo espectacular del movimiento, en perspectiva, es pronto para sacar conclusiones claras.

Políticamente, además durante 2016, todos los malos augurios que se daban si se votaba a favor del Brexit, si Donald Trump ganaba las elecciones o el referéndum en Italia sobre la reforma constitucional



que culminó con la dimisión de Matteo Renzi, quedaron en agua de borrajas. Ni siquiera el aumento del sentimiento antieuropeo y anti austeridad en la UE, así como la paralización del último rescate a Grecia, han podido con el sentimiento de positivismo generalizado en el mercado. Todos estos hechos han roto las predicciones y el efecto negativo ha sido, o bien temporal (tan sólo unos días) o bien muy limitado (afectando a la volatilidad).

¿Cómo ha afectado todo esto a la industria de fondos? Sinceramente, no ha sido nada fácil. Decimos esto porque *Crispin Odey*, uno de los más prestigiosos gestores europeos recogía pérdidas del -40% en sus fondos. A pesar de ello, siguen apostando por un crash inminente del mercado. Por otra parte, *Carl Icahn* registraba pérdidas de más del 20% en 2016, *Soros* perdía mil millones de dólares en tan sólo unas semanas, ya que había apostado a que Trump no ganaba, y *Ray Dalio*, el gestor del Hedge Fund más grande del mundo, vaticinaba un crack del mercado americano si Hillary Clinton perdía las elecciones.

Desde luego, seguimos cautos con la situación actual. Una de las razones para estarlo, son las altas valoraciones de la renta variable. En este sentido, los índices europeos de renta variable (*MSCI Europe Index*) no reflejan la caída de los beneficios empresariales (ver gráfico 4) (línea roja: beneficio por acción de las compañías europeas).

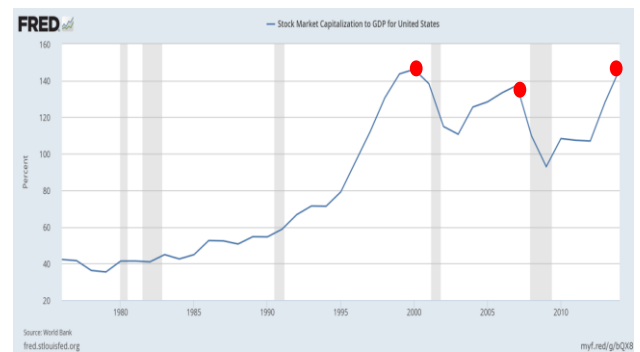
**Gráfico 4. Hay una descorrelación entre los beneficios empresariales y las valoraciones**



Fuente: Odey ASM

Otro de los indicadores de sobre-valoración lo encontramos en la evolución del PIB y su relación con la capitalización de los índices. En este sentido, "The Buffet Indicator" (Capitalización del Mercado Americano / GDP) indica que la renta variable americana se encuentra en máximos de valoración de las últimas décadas (ver gráfico 5).

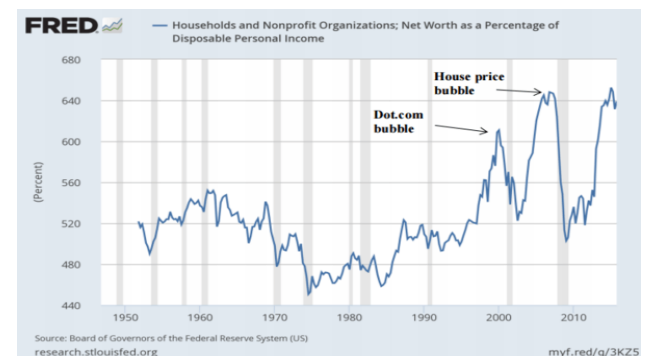
**Gráfico 5. La capitalización de las empresas no obedece a motivos económicos... pero debería**



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St Louis.

Mientras, la renta disponible de las familias en EE.UU. se encuentra inflada por unos activos que, como hemos indicado antes, se encuentran sobrevalorados. Así lo muestra el siguiente gráfico, donde se detalla el valor patrimonial de la renta disponible de los consumidores americanos, en la línea azul y donde las columnas son recesiones en EE.UU. Es decir, la Reserva Federal ha creado una nueva y gigantesca burbuja con sus políticas cuantitativas.

**Gráfico 6. La Reserva Federal ha creado una burbuja en la renta fija y la renta variable impulsando la valoración de la renta disponible de las familias y creando una sensación falsa de riqueza.**

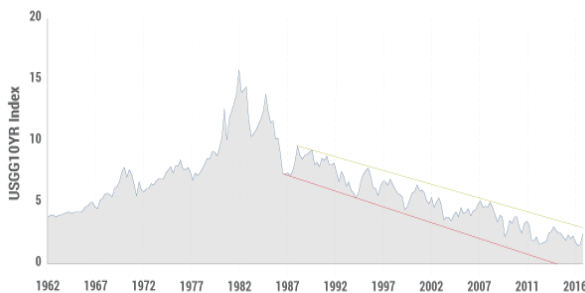


Fuente: Banco de la Reserva Federal de St Louis.



Pero, ¿y la renta fija? Si, al menos, ésta ofreciera una oportunidad clara... pero el repunte de los yields (y bajada del precio del activo subyacente) ya está ocurriendo, tanto en EE.UU. como en Europa (ver gráfico 7 y 8).

**Gráfico 7. La rentabilidad del bono americano a 10 años está subiendo**



Fuente: Janus

Según apunta Bill Gross (Janus Capital): “si la rentabilidad del bono americano a 10 años superara el 2.6%, la mega tendencia de los bonos quedaría rota iniciando un mercado secular bajista para la renta fija americana.”

Mientras, en Europa, el repunte de inflación en Alemania no se ha visto reflejado aún por el bono a 10 años alemán. Por tanto, debería corregir en el corto plazo, lo que tampoco es bueno para la renta variable (ver gráfico 8).

**Gráfico 8. El bono alemán a 10 años (línea verde) y la inflación (línea naranja)**



Fuente: Bloomberg

Ninguno de estos indicadores por sí solos, anticipan una inminente corrección de los mercados, ni una

recesión en EE.UU. o en Europa, pero sí reflejan el cuidado que debemos tener en estos momentos y el nivel de riesgo que estamos dispuestos a asumir en función de la rentabilidad que esperamos obtener.

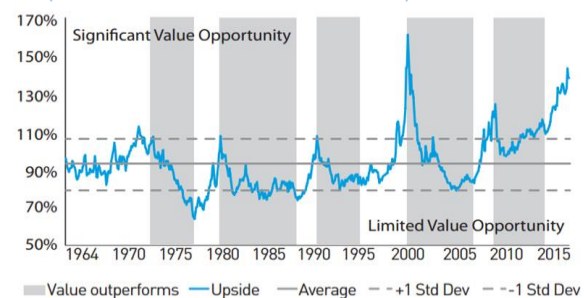
**Conclusiones y Estrategia para 2017**

En Value Tree no vaticinamos acontecimientos ni hacemos predicciones políticas sobre el futuro. Únicamente, que no es poco, nos ceñimos al análisis fundamental de nuestras compañías. Pero somos conscientes de los riesgos actuales, las altas valoraciones y las manipulaciones de los bancos centrales. Por esta razón, en 2016 tomamos la decisión de ser conservadores, cubrir gran parte de las carteras de nuestros clientes, aumentar la liquidez y disminuir la duración de la renta fija.

Así, con esta estrategia, asumimos la responsabilidad de proteger el patrimonio de nuestros clientes. A pesar de ello, esta decisión ha pesado negativamente en el resultado final, quitándonos algunos puntos porcentuales de rentabilidad durante el año. Pero seguimos en plena forma analizando, estudiando y tomando decisiones cada día, convencidos de que esta estrategia generará valor para nuestros clientes.

¿Qué debemos hacer entonces? 2017 no será un año fácil, desde luego. Como hemos comentado, seguimos analizando compañías con un *approach value*. No quiere decir que esto nos proteja 100% de una caída acusada de mercado, pero, como vemos en el gráfico 9, este tipo de compañías se comportan significativamente mejor en los mercados bajistas (y peor en los alcistas).

**Gráfico 9. Diferencial de valoración entre Value y el resto del mercado americano (por encima de la línea de puntos, Value está más barato)**

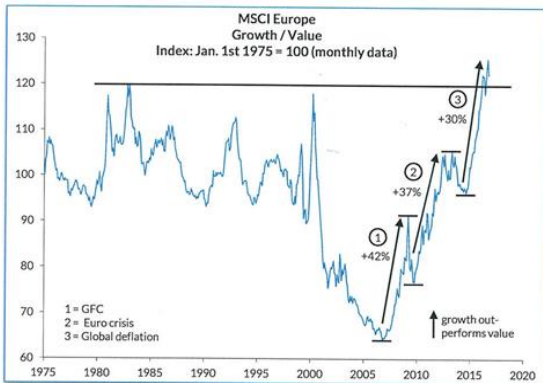


Fuente: Pzena Investment Management



En Europa nos encontramos con el mismo ejemplo.

**Gráfico 10. Comportamiento de las acciones Growth/Value en el MSCI Europe** (desde 2005 el comportamiento de las acciones Value ha sido peor que el de las acciones de perfil de crecimiento)



Fuente: Pzena Investment Management

Pensamos que el mercado alcista tiene fin (no sabemos si a corto o más a medio plazo). Lo que no quiere decir que un mercado lateral o bajista no presente oportunidades de inversión. Todo lo contrario, pensamos que hay una gran oportunidad en la actualidad en este tipo de acciones.

Pero hoy debemos tener claro que cuando los tipos se mantienen bajos durante tanto tiempo y los bancos centrales actúan con políticas algo irresponsables, esto afecta a todos los activos, y no únicamente a los financieros.

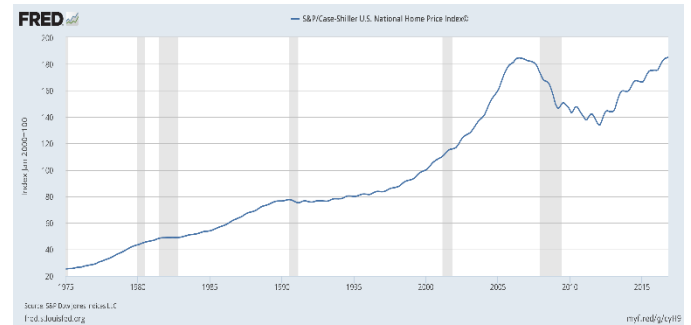
**Gráfico 11. Precio de la vivienda en Europa y la zona Euro.**



Fuente: Eurostat

El sector inmobiliario también se ha recuperado en Europa al igual que en EEUU., hasta los niveles pre crisis.

**Gráfico 12. Precio de la vivienda en EE.UU.**



Fuente Robert Shiller/FRED

Por lo que más que nunca deberemos estar atentos a los precios que pagamos y las expectativas de revalorización que tenemos sobre los distintos tipos de activos. Y, sobre todo, el riesgo real que estamos asumiendo.

Estando a su entera disposición para cualquier información complementaria, le saludamos atentamente.

El equipo de gestión y análisis de Value Tree A.V.