



Carta Trimestral Diciembre 2016

Escrita el 27 de diciembre de 2016

THALASSA CAPITAL LLC

"No hay tal cosa como un almuerzo gratis." Milton Friedman

A medida que nos preparamos para descorchar la proverbial botella de champán para dar la bienvenida al Año Nuevo, es con reflexión analítica que nos fijamos en los últimos doce meses para dar sentido a una serie bastante interesante e inesperada de eventos.

El 2016 ha convertido a tontos a la mayoría de predictores de eventos, especialmente geopolíticos que resultaron ser muy diferentes de lo razonablemente anticipado. Los mercados financieros comenzaron el año con una rabieta masiva que resultó ser una buena oportunidad de compra; Una sorpresa que se repitió justo después de la elección poco probable de Donald Trump como Presidente. A lo largo del camino, fuimos testigos con incredulidad de la decisión de los votantes ingleses de romper con la Unión Europea invirtiendo décadas de integración. Este voto fue rápidamente seguido por una pérdida similarmente inesperada y aplastante por los reformadores modernos en Italia. La OPEP también produjo una vuelta imprevista de su política de "bomba a voluntad".

La secuencia de los cambios políticos debe ser analizada y contextualizada para lo que puede significar en la asignación del portafolio y la gestión de riesgos. Mientras que los lemas comunes parecen estar definiendo una nueva ola de populismo y cambio radical, primero hay que distinguir entre el populismo que emerge en Europa y la llamada a cambio que ocurre en los Estados Unidos. En Europa, el mayor desafío parece centrarse en la inmigración y sus vínculos con el terrorismo islámico. La respuesta ante tal amenaza por la Unión Europea ha sido menos que firme y ha llevado a un descontento general con la burocracia de la institución. Si este desencanto condujera a un aflojamiento serio de la Unión, tal acontecimiento se traduciría en fricciones económicas masivas en todo el continente, lo que probablemente conduciría a una importante recesión mundial. Las probabilidades siguen siendo favorables al statu quo, pero debe aplicarse una prima de riesgo más elevada a todos los activos europeos.



En los Estados Unidos, la llamada al cambio tiene un sabor diferente. El presidente electo Trump ha asistido a una ola de descontento que es una mezcla de anti-globalización, demografía, insultos anti- el establecimiento y así sucesivamente. Lo que es peculiar acerca de los recientes desarrollos es que la medicina que la nueva administración estadounidense parece inclinada a aplicar no suena en absoluto como el cambio. Lo que escuchamos son programas no detallados basados en la economía de la vieja moda y en los recortes fiscales de la oferta. Esto suena muy “Estilo Ronald Reagan”, aunque los recortes de impuestos de la oferta y el estímulo fiscal nunca se han probado realmente durante una economía en expansión como lo estamos experimentando actualmente. De ahí la razón de nuestra cita inicial de Milton Friedman; Es muy posible que si se implementa la mayor parte del manifiesto Trump, los activos riesgosos de hecho deberían experimentar una expansión temprana de los múltiplos de valuación y / o evaluaciones más favorables de los flujos de efectivo descontados; Sin embargo, eso puede venir con un precio a ser pagado más adelante en la forma de volatilidad creciente, de una inflación más alta y de una política monetaria muy hostil.

En la actualidad, las acciones pueden parecer un poco caras según los estándares históricos, pero algunas advertencias deben ser presentadas. En primer lugar, siguen siendo una ganga en comparación con los ingresos fijos, especialmente con el nuevo telón de fondo de presiones inflacionarias potencialmente más altas en los próximos 18 meses. Además, hay que aplicar altas probabilidades a un recorte de impuestos a las empresas. De todas las promesas de campaña hechas, es probable que se produzca algún tipo de alivio tributario dado que agrada a diferentes partes del Partido Republicano y algunos de los demócratas también. Suponiendo una nueva tasa de impuestos del 25%, la nueva estimación de ganancias de S & P500 para 2017 sería de \$ 144. A una relación P / E promedio de 17, se traduciría en un valor S & P500 de 2448, aproximadamente un aumento del 8% respecto a los niveles actuales.

Otro factor que puede hacer que las acciones parezcan menos costosas de lo que actualmente se supone es el resurgimiento de las ganancias operacionales. En el tercer trimestre de 2016, las ganancias operacionales finalmente subieron y crecieron 10% año con año. Las nuevas políticas de crecimiento podrían agregar combustible al impulso EPS, forzando así un ajuste de valoración no por vía de deflación de la relación P / E sino por formas de aumentar el denominador en la ecuación - E - o ganancias.

Hay que señalar que este escenario positivo no está exento de peligros, dado que esta nueva administración parece alta en eslóganes pero baja en experiencia y diplomacia. Este mayor nivel de incertidumbre sobre la ejecución de las directivas publicitadas refuerza uno de los principios más importantes de las inversiones: la diversificación.

Los productos básicos podrían ayudar a diversificar un portafolio en el nuevo entorno de reflacionario y especialmente la energía podría tener una fuerte carrera en los próximos 18



meses. El resurgimiento de los productos básicos también debería ayudar a los mercados emergentes, normalmente vinculados al ciclo de materiales básicos. Los mercados emergentes han sido una propuesta de valor por un tiempo y en 2016 mostraron cierta fuerza relativa. Las valoraciones y las tasas proyectadas de crecimiento siguen pareciendo atractivas, pero una vez más el rumbo futuro poco claro de estas nuevas políticas administrativas arroja una nube sobre esta clase de activos. Si se inicia una guerra comercial, o incluso un "argumento" comercial, los mercados emergentes serán las primeras víctimas. Además, si las tasas de interés suben más rápido de lo esperado en respuesta a las políticas de sobrecalentamiento, la moneda y las dislocaciones del mercado de deuda EM puede ocurrir durante algún tiempo.

Una clase de activo adicional que ha visto aumentar su nivel de riesgo como una función de eventos recientes es REIT. Si bien la clase de activos sigue siendo uno de los mejoradores de mayor rendimiento en una asignación de activos completa, las valoraciones actuales y, posiblemente, los aumentos rápidos de las tasas de interés podrían producir vientos en contra. Algunos subsectores están negociando realmente en un descuento al valor del activo neto pero la mayor parte del espacio se valora completamente. A largo plazo, nos siguen gustando los nombres relacionados con el Cuidado de la Salud debido a la demografía positiva y altas distribuciones y los Industriales debido a la ciclicidad de sus negocios.

Por último, pero no menos importante es el sector de la tecnología. Fundamentalmente, el sector conserva un cierto atractivo; Los múltiplos no son demasiado altos y los ingresos proyectados para el 2017 están en el rango de 25% (fuente: JP Morgan). A largo plazo, continuamos participando en la gran ola de conectividad o Internet de las Cosas, un área en la que vemos más y más rápido la adopción de empresas y consumidores en los próximos años.

En conclusión, nos dirigimos al 2017 con una perspectiva generalmente positiva, especialmente para algunas de las estrategias en las que nos centramos directamente, pero somos conscientes del hecho de que la volatilidad seguirá siendo un factor importante y posturas tácticas pueden ser necesarias.

Como siempre, queremos agradecerles por la renovada confianza en nuestro trabajo,

Youri Bujko

Davide Accomazzo