

## *The AAA Newsletter*

Por Andrés A. Arráiz

En la entrega anterior del AAA Newsletter destacamos las relaciones comerciales entre USA y China como una de las aristas importantes que estaría definiendo el sentimiento de mercado.

Pues bien, esta semana este tema saltó a la palestra. China ha decidido cerrar el Consulado de Estados Unidos en la ciudad de Chengdu, el cual manejaba las dinámicas de cara a las tensiones entre el gobierno y el Tibet, en represalia directa al cierre del Consulado chino en la ciudad de Houston.

Nos preocupa ver que estas tensiones escalen en estos momentos cuando las economías penden de un hilo, sin embargo el Secretario Pompeo señaló que tiene como una "misión de nuestro tiempo" el proteger las libertades de los Estados Unidos del partido comunista chino. Por su parte, el presidente dejó colar el comentario que el acuerdo comercial significa ahora mucho menos para él... No son buenas noticias.

Los mercados europeos están acusando hoy este clima de retaliaciones geopolíticas. Los cuatro marcadores mas importantes están en rojo destacando el el EroStoxx50 con -1,40% y el Dax con -1,56% mientras redactamos esta nota.

Obviamente los futuros del S&P500 marcan a la baja en la preapertura de la sesión de hoy y el oro, como activo refugio está a punto de romper los \$1.900 la onza.

Esperamos que los datos de manufactura y las ventas de casas esperados para hoy presenten buenos augurios para defender los ánimos. En todo caso, el proceso de recuperación económica luego del golpe pandémico de fin de marzo se ha detenido en este momento y no pocos analistas están pesimistas respecto a los próximos meses.

Ahora bien, históricamente los mercados de bonos del tesoro americano generalmente se reaniman en el mes de agosto y dadas las intervenciones masivas del FED en lo que va de año para atajar los efectos de la crisis, considerando el entorno de tasas de interés en cero y la posibilidad que estos paquetes fiscales y monetarios se extiendan en el tiempo, pudieran generar escenarios nunca antes vistos hacia un lado y hacia el otro.

La FED tiene la palabra y de lo que decida en las próximas semanas va a depender la estabilidad de las tasas a mediano y largo plazo. Monitorear el balance de la FED es una tarea obligada, siendo que ellos están determinados a mantener los mercados operativos mediante los continuos estímulos.



Volteando a Europa, nos complace ver que finalmente se logró el acuerdo de recuperación, tal y como veníamos anticipando en nuestras entregas previas. Tras una larga cumbre se alcanzó la necesaria unanimidad.

Luz verde así al tan esperado Fondo de Recuperación Europeo. Y éstas son sus cifras: 750.000 mill. de euros, de los cuales un 52% será en ayudas directas y el resto en préstamos.

De un primer vistazo, es positivo el hecho de que se mantenga el tamaño del fondo en el importe sugerido por la Comisión y el Consejo, sin sufrir recortes.

ondo en el importe sugerido por la Comisión y el Consejo, sin salir recortos. La negociación sí se ha dejado notar en el menor importe de las ayudas: 390.000 mill. de euros frente a los 500.000 mill. estimados.

Primera lectura: el fondo es ambicioso en tamaño, un 5,4% del PIB de la UE en 2019, y mantiene un ligero sesgo solidario a través de las ayudas directas. La siguiente cifra que capta la atención es el importe destinado a la lucha contra el cambio climático: 250.000 mill. de euros, una tercera parte del fondo.

Y aquí otra lectura: Europa, por la vía de todas sus instituciones, hace una clara apuesta por un futuro más verde, más sostenible. Y a él van a ir dirigidos muchos esfuerzos y recursos financieros de la UE. Así lo veíamos también en una reciente entrevista a la Presidenta del BCE, en la que comentaba que explorará todas las vías de actuación de la autoridad monetaria para incorporar la lucha contra el cambio climático, ya que implica riesgos, y afecta a la estabilidad de precios o productividad entre otros.

El acuerdo, sin embargo muestra algunas costuras. El principal, el que se refiere a la gobernanza del Fondo. Así, si uno o más países consideran que otro se está desviando de sus compromisos adquiridos podrá hacer que los líderes tengan que abordar el asunto en un Consejo Europeo, y aunque no exigen unanimidad sí retrasaría los procesos hasta en tres meses.

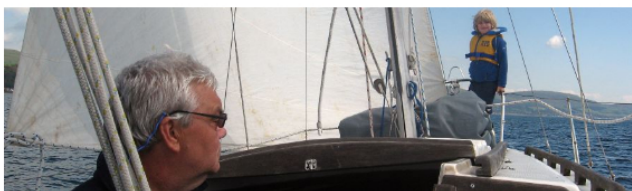
¿Ciertamente esperamos que la política no le reste agilidad y flexibilidad al Fondo. Otro de los "precios" del acuerdo ha sido el recorte de algunas partidas: menos gasto sanitario de lo esperado, rebaja de las partidas asociadas a la innovación, desaparición de un instrumento de solvencia, recorte del fondo de transición justa.

Otro aspecto que pudo salir mejor tiene que ver con el desembolso de las ayudas directas, el cual fue limitado en 2021 y va a ejecutarse mayoritaria después de 2022.

Acuerdo que dista de ser perfecto pero donde, en nuestra opinión, los aspectos positivos superan a los negativos, en lo que tiene de voluntad de avance, de proyecto político. Así, la emisión de deuda conjunta respaldada por las instituciones europeas, un claro paso hacia una mayor integración, ha sido plenamente aceptada por todos los Estados miembros.

Como respuesta, el euro ha seguido apreciándose frente al dólar presentando oportunidades de generar ganancias en cambio de corto plazo. Favorecen al dólar la evolución de los flujos, con un mercado que ha comprado euros de forma significativa; también el papel de activo diversificador, de protección que habitualmente desempeña el dólar en momentos de caída de los mercados; o la escasa cantidad de dólares en mercado a tenor de la evolución de la balanza comercial en los últimos años.

Apoyan al euro otros tantos: la mayor credibilidad institucional tras el acuerdo europeo, ciertos criterios de valoración o la volatilidad que podría venir asociada a la vuelta del verano en torno a las elecciones presidenciales americanas. En este punto, tras haber visto al dólar depreciarse desde niveles de 1,08 a 1,15, nuestro mejor consejo, el más prudente, es el de empezar a construir desde estos niveles de forma progresiva posiciones en dólares.



Como cada dos semanas, el **Oráculo de Gestión Patrimonial** nos presenta sus reflexiones. Se ve que está de paseo por las montañas por lo que sus notas son cortas pero nutritivas:

En mi entrega de hoy tratare de ser corto y dulce (short and sweet y me enfoco en dos areas:

La primera es el vertiginoso crecimiento del Euro versus el Dólar en el ultimo mes donde la moneda europea ha ido de 1.11 a ya casi tocar 1.16.

Esto es importante para aquellos que tienen gastos en Euros pero sus ingresos están en Dólares ya que el consenso parece ser que seguirá creciendo esta valorización del Euro por lo menos hasta fin de año y podría llegar hasta 1.25.

Si están de acuerdo, los que quieran cubrir sus gastos en Euros deberían hacer cambios prudentiales hacia el Euro para minimizar el efecto de la subida.

Por otra parte los que tengan Euros deben considerar tomar una ganancia al buscar un momento adecuado para cambiar hacia el dólar.

El razonamiento de la subida es que hoy Europa se ve con mas posibilidad de crecimiento porcentual que USA y que la ventaja en rentabilidad de los activos basados en dólares se disminuirá a corto y mediano plazo. Yo le doy crédito a este pensamiento y veo una ventana de un año y medio donde la predicción puede cumplirse. A largo plazo me gusta el Dólar.

La segunda area a discutir es por que mi predicción del efecto Swoosh en la bolsa de USA no se ha cumplido y, ya bien entrado en julio, la bolsa sigue en alza con unas valuaciones que preocupan.

Me respondo a mi mismo que quizás las malas noticias en los resultados estaban descontadas y que las noticias sobre el desarrollo de vacunas y curas para el Covid-19 han sido relativamente buenas. Esto puede cambiar si empiezan a salir dudas sobre los resultados reales en pruebas con humanos.

La otra razón, y por favor no estoy haciendo proselitismo politico a favor de nadie, es que el mercado piensa que el actual presidente sera reelegido. El mercado siempre quiere estabilidad y reacciona mal al cambio. Hay datos históricos que prueban que, salvo contadas excepciones, el mercado ha subido en los meses precedentes a la reelección de un presidente en función.

Una vez mas esto puede cambiar en cualquier momento dado la volatilidad el sentimiento en USA y los acontecimientos relacionados con la pandemia y el tema racial. Yo sigo esperando una corrección de entre un 5% y un 10% entre ahora y septiembre, con una recuperación gradual a medida que se digieren los resultados electorales.

Key Highlights	
•	Increase federal revenues by \$4.0 trillion between 2021-2030, or about 1.5% of GDP
•	~1/2 of revenues would come from higher taxes on high-income households, & ~1/2 from higher taxes on businesses
○	Increasing the corporate tax rate to 28 percent would account for about one-third of the additional revenue
○	Applying Social Security taxes to earnings above \$400,000 would account for about another quarter
○	Increased taxes on capital gains and dividends would account for another 11 percent of the revenue gain
○	Repealing the 2017 tax cuts for taxpayers with incomes above \$400,000 would raise a similar amount of revenue
○	Additional revenue would be partially offset over the period by more than \$270 billion in tax credits and income exclusions
Key Elements	
1. Individual Income and Payroll Taxes	
•	Repeal the 2017 TCJA's individual income tax cuts for taxpayers with incomes above \$400,000
•	Subject earnings over \$400k to the Social Security payroll tax
•	Tax capital gains and dividends at the same rate as ordinary income for taxpayers with over \$1mm in income
•	Limit the value of itemized deductions for taxpayers in income tax brackets above 28%
•	Tax unrealized capital gains at death
2. Business Taxes	
•	Increase the top corporate income tax rate from 21 to 28%
•	Impose a 15% minimum tax on companies' book income
•	Double the existing minimum tax on profits earned by foreign subsidiaries of US firms (from 10.5 to 21%)
3. Tax Expenditures	
•	Reduce tax expenditures for investments in fossil-fuel production and commercial real estate
•	Provide additional tax credits for investments in electric vehicles, renewable energy, and energy-efficient technologies
•	Provide additional tax benefits for family caregiving, student loans, and childless workers age 65 and older
•	Make tax incentives for retirement saving more progressive
•	Automatically enroll most workers without pensions in IRAs

Y como indicamos en la entrega anterior, el tema político en los Estados Unidos empieza a generar mas ruido de lo esperado. Recibimos buen feedback de la entrega pasada sobre el tema de las elecciones en USA.

Ya se habla de los posibles candidatos a Vicepresidente que en el caso de Biden, según sus propios lineamientos, deberá cumplir con los siguientes atributos:

- Deberá ser una mujer.
- Deberá estar preparada para ser presidente.
- Deberá estar ideológicamente alineada.
- Será "simpatica" filosófica y estratégicamente.
- Deberá ser joven.

Sin duda es una jugada bien pensada. Ya empiezan a barajarse nombres de posibles candidatas que en poco o gran medida cumplen con estos parámetros. Desde alcaldes, gobernadoras, senadoras y asesoras politicas destacan una docena de nombres, cuya selección pensamos será un claro indicador de cómo el ex vicepresidente pretende gobernar en el caso que logre coronar su aspiración.

Pero en nuestro criterio, uno de los aspectos que mas le damos valor en el análisis de las propuestas de los candidatos a la presidencia por su impacto directo en los mercados, tiene que ver con los lineamientos y principios tributarios y fiscales que plantean.

En la lámina arriba, les presentamos un resumen de la propuesta en materia de impuestos del candidato J. Biden, extraída de uno de los reportes que recibimos de nuestros aliados bancarios.

Se destacan en la lámina los elementos críticos mas importantes de la propuesta y se describen los lineamientos específicos en cuanto al tratamiento del ingreso individual y los impuestos por nómina, así como el alza de los impuestos corporativos pretendidos. Dejamos el resto a su análisis para que Usted mismo saque sus propias conclusiones.

Como indicamos en la entrega anterior, los pools muestran una ligera ventaja al candidato demócrata pero las cosas no están cantadas aún y los chances de que el presidente en ejercicio repunte y logre una sorpresa son nada despreciables. Seguiremos en este tema.

Por último no queríamos dejar pasar la recomendación de inversión puntual de nuestros amigos de **Becon Investments** sobre deuda emergente.

En criterio de Becon, siempre que los spreads del índice JPM EMBI superaron los 400 bps fueron sucedidos por 12 meses de retornos positivos. Al viernes pasado, los spreads del índice JP Morgan EMBI Global Diversified se colocaron en 423 bps.

Presentan entonces el Short Duration Emerging Market Debt Fund como una alternativa específica dentro de la familia de fondos mutuos de **Neuberger Berman** para aprovechar dicha oportunidad. Una baja duración, una inversión denominada únicamente en dólares y una calidad crediticia promedio investment grade son factores que hacen defensivo al fondo y tan atractivo en momentos de incertidumbre.

Solicítenos el prospecto o mejor, hagamos una cota via Zoom para revisarlo juntos y definir si pudiera este producto entrar en su cartera de inversiones.

Feliz fin de semana.

AAA

**En AGCG Gestión Patrimonial nos complace acompañarle profesionalmente en sus decisiones financieras, patrimoniales y de inversión, para así asegurar su legado familiar.**