

# INFORME TRIMESTRAL DE MERCADOS



**arquia** banca

## Comentario de Mercado

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1Q
RV Emerg 39,4%	RF Aggr 7,2%	RV Emerg 78,5%	REIT 27,9%	REIT 8,3%	REIT 19,7%	Small Cap 32,4%	REIT 28,0%	RV Growth 3,1%	RV Emerg 11,2%	RV Emerg 11,4%
RV Growth 14,8%	Mat Primas -23,8%	Small Cap 44,1%	Small Cap 26,1%	RF Aggr 6,1%	RV Emerg 18,2%	RV Desarr 26,7%	RV Growth 6,1%	REIT 2,8%	Mat Primas 12,9%	RV Growth 8,6%
Mat Primas 14,1%	REIT -37,7%	Mat Primas 33,7%	Mat Primas 23,6%	RV Growth -5,5%	Small Cap 17,5%	RV Growth 26,7%	RV Desarr 4,9%	Small Cap -0,3%	REIT 8,6%	RV Desarr 6,4%
RF Aggr 9,7%	RV Value -40,4%	RV Growth 33,3%	RV Emerg 18,9%	RV Desarr -5,5%	RV Growth 16,1%	RV Value 26,6%	RV Value 3,7%	RV Desarr -0,9%	RF Aggr 2,2%	Small Cap 5,2%
RV Desarr 9,0%	RV Desarr -40,7%	RV Desarr 30,0%	RV Desarr 11,8%	RV Value -5,6%	RV Desarr 15,8%	REIT 2,9%	Small Cap 1,9%	RF Aggr -2,7%	Small Cap 12,7%	RV Value 4,2%
RV Value 3,4%	RV Growth -41,1%	REIT 28,0%	RV Growth 14,5%	Mat Primas -7,4%	RV Value 15,5%	RF Aggr -2,6%	RF Aggr 1,7%	RV Value -4,8%	RV Value 12,3%	REIT 2,5%
Small Cap 0,8%	Small Cap -41,9%	RV Value 26,7%	RV Value 9,0%	Small Cap -9,1%	RF Aggr 4,1%	RV Emerg -2,6%	RV Emerg -2,2%	Mat Primas -14,4%	RV Desarr 7,5%	Mat Primas 1,9%
REIT -15,7%	RV Emerg -53,3%	RF Aggr 6,1%	RF Aggr 5,0%	RV Emerg -18,4%	Mat Primas 0,4%	Mat Primas -5,7%	Mat Primas -4,1%	RV Emerg -14,9%	RV Growth 2,8%	RF Aggr 1,5%

2017 no está defraudando a los inversores.

El primer trimestre de 2017 ha sido muy positivo para los inversores dispuestos a asumir riesgo. En contra de todas las expectativas, y a pesar de los miedos a un incremento del proteccionismo tras la campaña electoral de Donald Trump, los mercados emergentes han sido los que mejor se han comportado (México +6,4% en pesos y +17% en dólares), tanto en el ámbito de la renta variable como el de la renta fija, seguidos de las compañías growth, con el índice Nasdaq revalorizándose un +9,8% en el trimestre.

Geográficamente, tras los países emergentes los que mejor comportamiento han tenido son los europeos, en especial las grandes compañías, con el Eurostoxx 50 ganando un +6,4%, y el IBEX 35 apreciándose un +11,9%.

En Europa, los sectores con mayores ganancias son también los de tecnología (+13%), bienes de consumo (+11,7%) y materiales de construcción (+8,6%). En España, son las principales compañías del IBEX las que han impulsado al índice, en especial la banca, con Caixabank revalorizándose un +28,3%, Santander un +15,9% y BBVA un +13,4%. Telefónica, por su lado, también conseguía rentabilidades de doble dígito con una ganancia del +18,9%.



MSCI Europe Index

	Financials*	Health care	Cons. staples	Cons. disc.	Industrials	Materials	Energy	Telecom	Utilities	Tech	Europe	
Europe weight	20,4%	12,8%	13,8%	10,8%	12,8%	8,2%	7,8%	4,2%	3,5%	4,2%	100%	Weights
Growth weight	3,7%	20,3%	27,4%	12,2%	15,5%	8,8%	0,8%	2,5%	0,6%	7,7%	100%	
Value weight	36,7%	5,8%	1,1%	9,3%	10,7%	7,8%	13,0%	5,7%	6,4%	1,2%	100%	
1Q17	5,8	7,8	8,0	5,8	9,0	6,4	-4,1	3,8	6,6	11,5	6,2	Return
2016	5,5	-6,0	5,8	4,4	14,9	33,7	46,1	-7,9	0,5	6,5	7,9	
Since market peak**	-23,7	116,4	133,5	87,5	50,9	17,6	34,1	47,4	0,1	32,3	35,1	
Since market low***	224,7	210,6	241,4	314,7	253,9	178,9	84,0	121,4	76,2	234,6	189,7	
Beta to Europe	1,35x	0,65x	0,64x	0,96x	1,12x	1,28x	1,01x	0,81x	0,85x	0,98x	1,00x	Beta
Forward P/E ratio	12,0x	15,9x	20,1x	13,1x	16,9x	15,0x	14,1x	16,6x	13,8x	20,1x	15,1x	P/E
15-year average	10,4x	15,0x	16,2x	13,7x	14,3x	12,6x	11,4x	12,9x	12,7x	18,8x	13,1x	
Trailing P/E ratio	13,4x	16,7x	22,4x	15,0x	18,3x	17,8x	21,3x	17,5x	13,8x	22,2x	17,0x	
15-year average	12,2x	16,3x	17,6x	16,4x	16,5x	14,3x	11,9x	13,3x	13,2x	19,4x	14,7x	
Dividend yield	4,1%	2,9%	2,7%	2,8%	2,5%	2,3%	6,0%	4,7%	4,9%	1,4%	3,3%	Div
15-year average	3,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	4,3%	4,6%	4,9%	1,8%	3,4%	

La sensación que se percibe en los mercados, con unos niveles de volatilidad en mínimos (VIX USA: 12,4% / V2X europeo: 15%), parece ser de excesiva complacencia, aunque va creciendo la sensación que, en especial la bolsa americana, está acercándose a un techo. Algunos datos apuntan en esta dirección, como el hecho que cada vez son menos los valores que están impulsando al S&P 500 hacia nuevos máximos, con una creciente concentración en unos pocos grandes valores como Facebook, Amazon y Netflix, y que mientras los inversores siguen queriendo participar en el rally, la tendencia es a hacerlo cada vez con menos valores, y concretamente en aquellos valores considerados de mayor “calidad”, incrementando así el precio de estos valores en contra del resto de compañías del índice.

Otra variable a tener en cuenta es la evolución de la renta fija, en especial de los bonos *high yield*.



Se dice que los gestores de renta fija son más “listos” que los de renta variable, y que en general, cuando la bolsa sube y los bonos bajan, los bonos acostumbran a tener razón.

Desde finales de febrero, en Estados Unidos hemos estado viendo como los spreads de crédito en *high yield* han ido aumentando progresivamente, mientras sólo recientemente el S&P 500 ha empezado a decelerar.

El valor del mercado bursátil estadounidense ha alcanzado el 207% el PIB de Estados Unidos, por encima del 181% de la burbuja crediticia y del 202% de la burbuja tecnológica, y si la valoración del mercado parece muy alta, aun lo es más la dificultad para posicionar una cartera de inversión en un entorno tan complejo.

Ciertamente, el mercado parece caro. El S&P 500 cotiza a niveles de PER de 18,3 veces el consenso de beneficios de \$131 para este ejercicio, contra un PER forward histórico de 15-16x. A niveles de PER ajustado al ciclo, el S&P 500 cotiza a niveles de 30 veces beneficios, niveles que no se alcanzaban desde 1999. Sin embargo, los precios de mercado, aunque pueden exacerbar una caída, difícilmente son el catalizador de una corrección.

Históricamente todas las recesiones han venido precedidas de una reducción en el crecimiento de la masa monetaria, por lo que nuestro objetivo es prestar una atención especial a los movimientos de la Reserva Federal de Estados Unidos, y a las medidas que puede ir tomando después de realizar la tercera subida de tipos de interés de este ciclo.

Los datos a vigilar más de cerca –para estimar el futuro comportamiento de la Fed- son los de creación de puestos de trabajo y en especial el dato de inflación salarial, puesto que habitualmente es el principal componente que puede empujar la inflación subyacente y a la Fed a tomar medidas para evitar un nivel de inflación por encima de su objetivo a largo plazo del 2%.

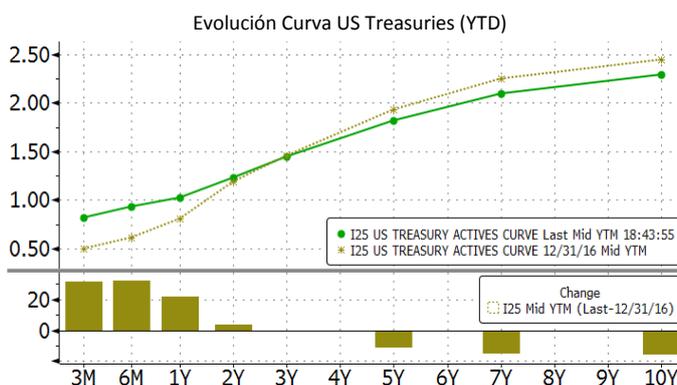
También es cierto que, aunque todas las recesiones vienen predichas por restricciones en la masa monetaria y subidas de tipos de interés, no siempre que se producen estos factores se acaba generando una recesión. El objetivo a vigilar, pues, no es simplemente que se produzcan subidas de tipos de interés, sino más bien que éstas se produzcan a un ritmo que permita que la economía siga creciendo.

Por ahora, la Fed se ha posicionado claramente a favor de un incremento moderado de tipos de interés, e incluso a favor de actuar demasiado tarde frente a hacerlo demasiado pronto.



Los recientes movimientos del Breakeven 10 años norteamericano no parecen indicar que la Fed se vaya a ver obligada a subir tipos de interés rápidamente. Este indicador se basa en la diferencia entre la rentabilidad del bono americano a 10 años y el bono ligado a la inflación (TIPS) americano a 10 años, y mide la expectativa de inflación en Estados Unidos. Recientemente, este indicador ha empezado a moderarse y a caer

desde los máximos de enero de este año, cuando las expectativas de un gobierno pro-ciclo en la Casa Blanca provocaban estimaciones de incrementos de inflación substanciales a corto plazo.



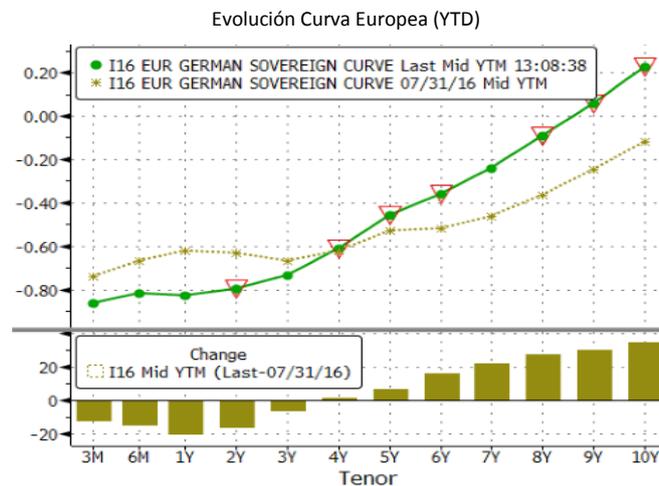
La evolución de la curva de tipos de interés norteamericana también confirma la relajación de las expectativas de inflación de los inversores en deuda: la curva de tipo de interés ha realizado un movimiento de aplanamiento desde los niveles de cierre de 2016, con subidas de tipos en el tramo corto de la curva –coherente con la reciente subida de tipos de interés- y

caídas en el largo plazo: síntomas de una menor expectativa de crecimiento económico y por lo tanto de inflación.

Tal escenario se aleja mucho del de una burbuja financiera, con unos mercados que muestran más preocupación que euforia, y donde las encuestas muestran a unos inversores, tanto individuales como institucionales, con un sentimiento de clara prudencia. En un escenario clásico de burbuja, los inversores individuales intentan entrar en la última fase de la fiesta alcista.

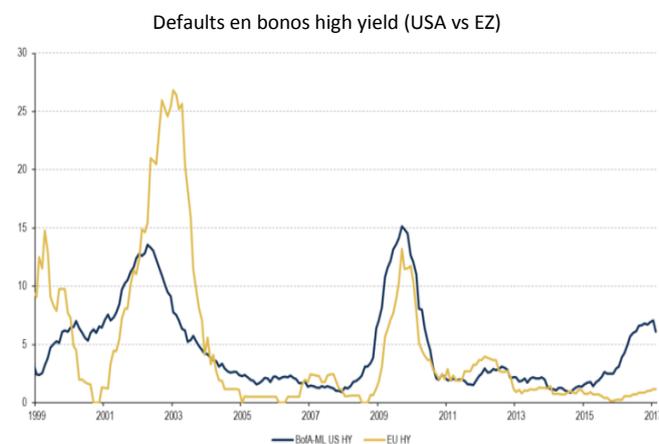
Por lo tanto, a pesar que cotiza por encima de los que debería ser un valor razonable, este argumento no es suficiente para justificar un cambio de escenario económico ni cambio de tendencia de mercado, más allá de los que son meras correcciones bursátiles.

Desde un punto de vista de valoración, la renta fija lleva décadas en un *rally* que ha llevado a las rentabilidades de los bonos a mínimos. Las perspectivas para el futuro son de alzas en los tipos de interés, proceso que ya ha empezado en Estados Unidos y que no deberían tardar en manifestarse también en las políticas del BCE. De hecho, desde el pasado verano ya hemos experimentado un fuerte tensionamiento en la curva de tipos de interés europea, con incrementos de rentabilidades en la parte más larga de la curva.

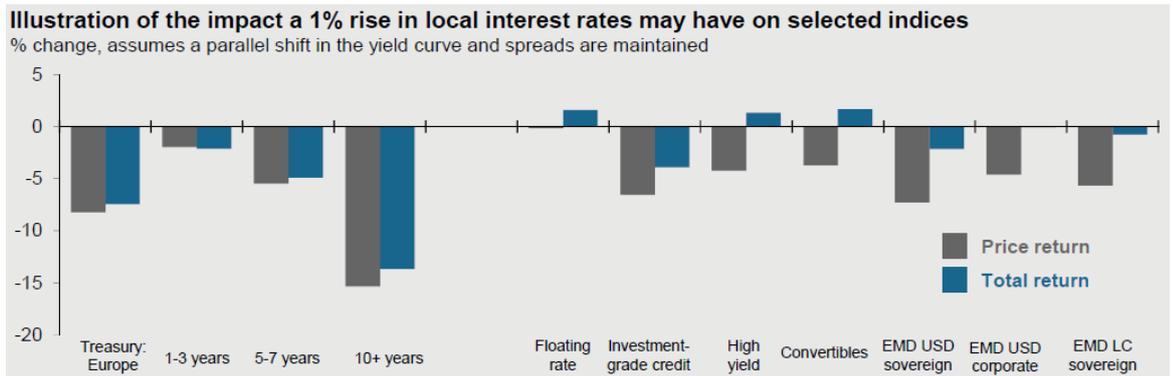


El efecto de unos tipos de interés más altos no sólo afecta a la deuda pública, sino que tiene un impacto en todos las clases de bonos, desde la deuda pública hasta los *high yield* y la deuda emergente. En este entorno, pues, es importante ser selectivo en la definición de la cartera de inversión, pues los efectos son muy diferentes en función del activo comprado: la sensibilidad es mucho mayor en la deuda pública a largo plazo que en *high yield*, donde los cupones compensan parte del efecto de la subida de tipos de interés. Igualmente,

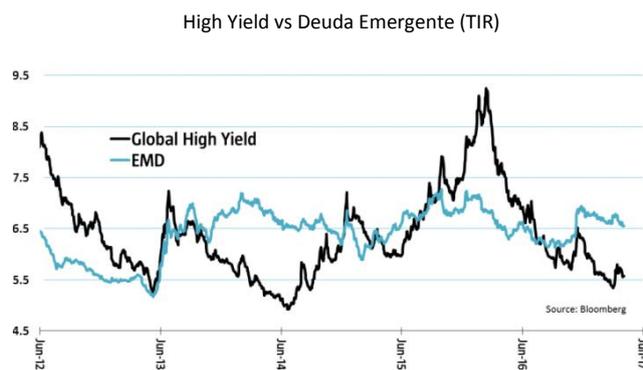
dentro de la deuda pública los bonos con cupones más elevados son menos sensibles a subidas de tipos, y los bonos flotantes incluso se benefician de los incrementos de tipos de interés.



Nuestra estrategia frente a este entorno es el de la cautela y la diversificación, y la preferencia por el *high yield* europeo a corto plazo combinado con la deuda emergente en *hard currency* cubierta a euros. Consideramos que estamos ante un cambio de paradigma y en el inicio de un ciclo alcista de tipos de interés, pero que el proceso va a ser probablemente lento, dada la falta de presiones inflacionistas y el tono *dovish* que muestra la Fed cuando ha decidido subir tipos.



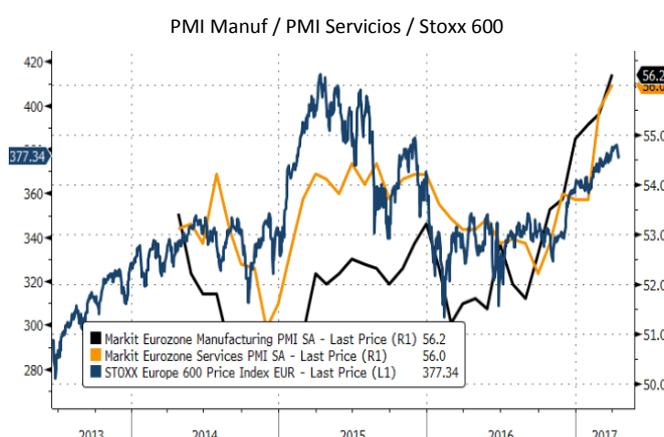
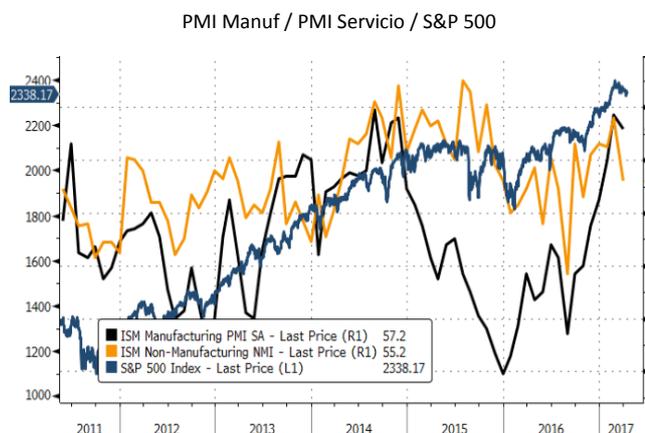
En el ámbito de la renta fija privada de riesgo especulativo (*high yield*) durante el mes de marzo hemos sido testigos de un incremento substancial en los *spreads* de crédito en Estados Unidos, con el índice Markit CDX HY 10 años ampliando 40 puntos básicos (lo que se traduciría en una caída de precio sólo por este factor del -4%). En la Eurozona (EZ), el índice XOver se ha mantenido estable ajeno a la volatilidad del mercado norte-americano, gracias al menor grado de apalancamiento de las compañías europeas y la diferente composición sectorial del índice, cuyo peso en el sector energético es mucho menor y en empresas mucho más sólidas.



En deuda emergente, los *spreads* se han mantenido estables e incluso han evolucionado positivamente, con el índice CDX Emerging Markets a 5 años estrechando desde los 246 puntos básicos de cierre de 2016 hasta los 212 de cierre de trimestre. Las expectativas siguen siendo optimistas en un entorno de crecimiento económico basado en fundamentales, y rentabilidades mucho más altas que en renta fija privada.

## Macro e Indicadores Avanzados

En Estados Unidos estamos presenciando una fuerte dicotomía entre los datos de la economía real y las expectativas e indicadores avanzados de confianza. Por un lado, el optimismo es comprensible ante las expectativas de recortes de impuestos tanto para los ciudadanos norteamericanos como para sus empresas, además de una fuerte desregulación de los sectores energético y financiero, y un importante programa de gasto público en infraestructuras. Este optimismo se plasma en los principales indicadores avanzados, como el ISM, que para el sector manufacturero alcanza ya un nivel de 57,2 (niveles por encima de 50 implican crecimiento positivo).



En cualquier caso, a pesar que estas expectativas pueden defraudar, y que parte de las medidas propuestas por Donald Trump pueden acabar no materializándose, el mercado laboral y el optimismo empresarial deberían impulsar un crecimiento por encima del 2% mientras las expectativas de la Fed de Atlanta para este primer trimestre son sólo del 1,2%

En Europa, la economía sigue fortaleciéndose, con los indicadores avanzados PMI mostrando un crecimiento impresionante. Además, el incremento de los pedidos también está conllevando el mayor ritmo de creación de empleo de los últimos 10 años.

Este hecho, junto con la debilidad del euro, está empezando a generar presiones inflacionistas.

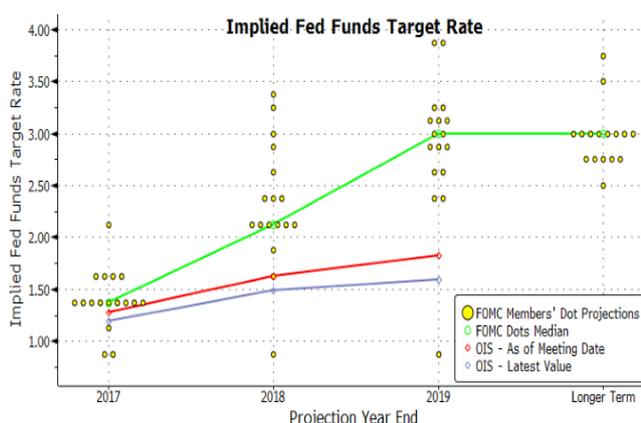
En Japón, el crecimiento es generalizado y el mercado laboral sigue mejorando, alcanzando una tasa de desempleo del 2,8%. Sin embargo, el consumo sigue sin recuperarse, y el gasto familiar cayó un -3,8% interanual.

Selected countries	Gross domestic product (GDP)		Real GDP %		Inflation %		Policy rate %	Unemployment %
	EUR per capita	EUR billions	2017*	2018*	2017*	2018*		
Switzerland	74.336	617	1,5	1,6	0,3	0,7	-0,75	3,6
US	55.598	17.890	2,2	2,3	2,5	2,4	0,50	4,7
Sweden	50.002	489	2,4	2,3	1,6	1,9	-0,50	7,4
Netherlands	42.576	721	1,8	1,6	1,3	1,5	-0,40	7,2
Finland	40.039	220	1,1	1,3	1,2	1,3	-0,40	9,2
Germany	40.024	3.230	1,6	1,6	1,8	1,6	-0,40	5,8
Japan	36.938	4.675	1,1	1,0	0,7	1,0	0,10	2,8
UK	35.894	2.323	1,7	1,3	2,6	2,6	0,25	4,7
France	35.485	2.285	1,3	1,4	1,4	1,3	-0,40	9,7
Eurozone	33.114	11.096	1,6	1,6	1,7	1,5	-0,40	9,5
Italy	28.765	1.720	0,9	1,0	1,3	1,3	-0,40	11,9
Spain	25.066	1.156	2,5	2,1	2,0	1,5	-0,40	18,6
Greece	16.507	181	1,4	1,8	0,9	1,0	-0,40	23,6
Russia	10.098	1.449	1,2	1,6	4,4	4,3	9,75	5,4
Brazil	9.023	1.875	0,7	2,2	4,3	4,5	12,25	8,2
China	8.526	11.732	6,5	6,2	2,2	2,3	4,35	4,0
India	1.637	2.147	7,0	7,3	4,5	4,9	6,25	7,1

## Política Monetaria y Bancos Centrales

En política monetaria, el evento más anticipado es lógicamente el que menos ha sorprendido al mercado: el incremento de tipos de intervención de la Reserva Federal norte-americana el pasado 15 de marzo. El incremento fue de 25 puntos básicos en toda la banda, dejando el rango de intervención en 0,75%-1%. Además, como en el gráfico DOTS adjunto se puede apreciar, deja aún margen para dos nuevos incrementos de 25 puntos básicos a lo largo del año, hasta el rango 1,25%-1,5%.

DOTS: Proyecciones tipo intervención Fed



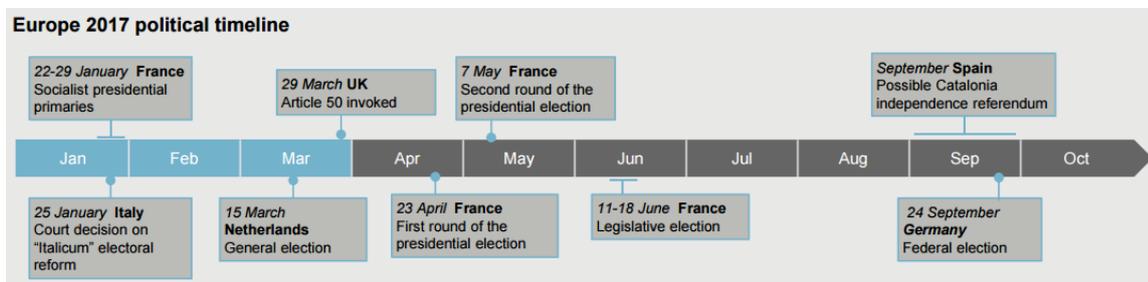
El debate en cuanto la política de la Fed en el futuro próximo no está en los tipos de intervención, sino en la gestión de su posición en balance de deuda pública. Hasta el momento la Reserva Federal ha mantenido su balance estable, reinvertiendo vencimientos y cupones en nuevas emisiones. La duda que se nos plantea es, pues, si va a seguir con esta política o va a empezar a reducir balance, en cuyo caso el efecto podría ser un incremento de tipos en el largo plazo (incremento de oferta implica caída de precios e

incremento de rentabilidades) y por lo tanto una mayor pendiente de la curva de interés, que claramente beneficiaría al sector financiero cuyos resultados mejoran cuando mayor es la pendiente de la curva de tipos (se financian a corto e invierten a largo plazo).

En Europa, con una economía que sigue dando señales de recuperación, empieza también el debate sobre la política monetaria del Banco Central Europeo. Este mes de abril empieza la primera fase de reducción del volumen de compras de renta fija (desde 80 billones al mes a 60 billones) y se está planteando un incremento de tipos en la facilidad de depósito del BCE del -0,4% al -0,25%. Sin embargo, para 2018 parece que empieza a crecer el consenso que se podría iniciar también el *tapering* europeo, con lo que la tendencia de tipos podría seguir la línea que hemos estado viendo en Estados Unidos.

No obstante, en ambos casos estamos hablando de una “normalización” de la política monetaria más que del inicio de una política monetaria restrictiva, con lo que las perspectivas son de volver a tipos de interés determinados por el mercado (que sigue recuperando, pero en ningún caso da señales de fuerte crecimiento) en lugar de tipos de interés reprimidos por los respectivos bancos centrales.

## Riesgo Político



En el espectro político, el evento más significativo de este primer trimestre de 2017 ha sido la aplicación del artículo 50 para poner en marcha el inicio del proceso negociador para el abandono de la Unión Europea por parte de Reino Unido.

Hasta esta fecha, el resultado del referéndum sobre el Brexit se ha traducido en una fuerte depreciación de la libra esterlina, y el consiguiente efecto inflacionario en la economía británica debido al incremento de precios de productos importados. El efecto directo de estos nuevos niveles de inflación es una disminución de la renta disponible, que crecía a niveles del 5% a principios de 2016, y que provocará que los británicos tengan que decidir si reducen consumo o nivel de ahorro. Hasta el momento han reaccionado reduciendo su tasa de ahorro y manteniendo el consumo inalterado, pero en estos momentos la tasa de ahorro británica ha alcanzado los niveles de la crisis financiera, con lo que el margen de reducción en el ahorro es ahora limitado y forzosamente los ciudadanos de Reino Unido se verán obligados en el corto plazo a reducir su nivel de consumo.

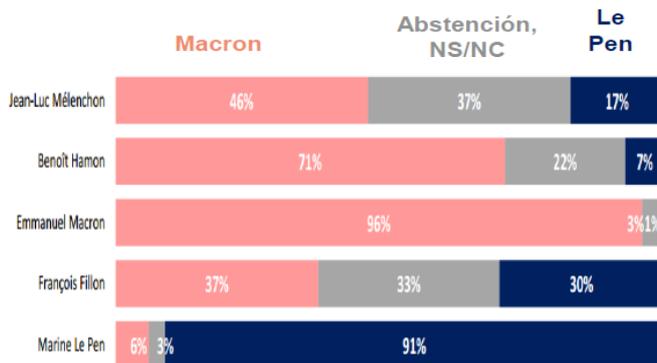
En cuanto a las negociaciones para abandonar la Unión Europea, están previstas que se alarguen hasta octubre de 2018, y deberán comprender desde el pago de los compromisos vigentes que tiene Reino Unido con la Unión, hasta el marco comercial para productos y servicios. Sin olvidar el principal escollo: la libertad de movimiento de personas.

El peor escenario, sin embargo, es el de alcanzar la fecha límite sin haber alcanzado ningún acuerdo, lo que implicaría en la práctica la ejecución de un *Hard Brexit* que llevaría a una regulación comercial basada en las reglas de la Organización Mundial del Comercio (WTO): tarifas mucho más altas para el comercio de bienes, y sin regulación para el comercio de servicios, lo que implicaría a la práctica un nivel de dificultad extremo para la exportación de servicios.

Dejando de lado el Brexit, en el resto de Europa parece que el riesgo político empieza a perder peso. La victoria del europeísta Mark Rutte en Holanda ciertamente ha ayudado a rebajar la presión que ejercía la corriente anti-europeísta en los mercados, pasando ahora la presión a Francia, con elecciones presidenciales a finales de abril y principios de mayo (sistema a dos vueltas).

Las perspectivas electorales en Francia también han ayudado a rebajar la tensión, gracias a la mejora en las encuestas de Emmanuel Macron, que en una segunda vuelta aglutinaría gran parte del voto de Mélechon y Hamon. El único punto negativo ha sido el desmoronamiento de Fillon, que genera incertidumbre en cuanto a las preferencias de sus votantes en una segunda vuelta con sólo Macron y Le Pen como candidatos.

Preferencias de voto de los votantes de cada candidato en la 2ª vuelta



En Estados Unidos el factor político tiene un efecto no tan claro desde el punto de vista de los mercados.

En primer lugar, la imposibilidad de aprobar y la consiguiente retirada de la reforma sanitaria que debía “acabar” con el *Obamacare* ha puesto en tela de juicio la capacidad de Donald Trump de conseguir poner en marcha su programa electoral. En este caso, ha sido el ala más radical del

Partido Republicano –el conocido como *Liberty Caucus*- el que ha impedido que Trump consiguiera el suficiente consenso para poner en marcha una liquidación del *Obamacare* que, desde un punto objetivo, ciertamente no era más que una leve reforma sin trascendencia económica. La consecuencia es que el *Obamacare* seguirá vigente.

Pero más allá del *Obamacare*, lo que preocupa a los mercados es que Trump tampoco sea capaz de poner en marcha la reforma fiscal que planteaba en su programa electoral, con especial trascendencia en los mercados en cuanto a la rebaja del impuesto de sociedades y a la fiscalidad derivada de la repatriación de beneficios de multinacionales atañe. No debemos olvidar que los sectores más conservadores del Partido Republicano son claramente favorables a reducir el papel del gobierno en la economía, y eso implica reducir el nivel de deuda pública...lo cual va claramente en contra de reducir los ingresos por impuestos.



El otro foco de tensión política en Estados Unidos derivado del programa electoral de Donald Trump es la política comercial. El sesgo proteccionista del programa electoral del presidente norteamericano se veía como un freno al crecimiento económico global, con un grave efecto en los mercados. La realidad tras medio año en el gobierno es que, dejando de lado los discursos, en la práctica nada ha cambiado y el comercio

internacional parece que está incluso acelerando. El buen tono entre China y Estados Unidos en la reciente cumbre con el presidente chino Xi Jinping, y la recuperación del índice Baltic Dry Index, que mide el coste del transporte de materias primas, apuntan en esta dirección, por lo que este factor de riesgo ha ido perdiendo importancia a medida que el debate sobre tarifas arancelarias va relajándose.

No debemos olvidar que en esta materia los miembros más conservadores del Partido Republicano son favorables al libre comercio, por lo que levantar medidas proteccionistas no sería bien acogido por este sector. Y desde un punto de vista económico el efecto de los aranceles sería claramente inflacionario, trasladándose el efecto a los precios que pagan los consumidores, y por lo tanto con el potencial de provocar subidas de tipos de interés que amenazarían el crecimiento económico norteamericano.



## Asset Allocation

Desde un punto de vista de valoración, la renta variable sigue pareciendo más atractiva que la renta fija.

En este ámbito, los niveles de valoración de la bolsa norte-americana, en especial los *small-mid cap*, nos parecen excesivamente elevados y susceptibles de una corrección si finalmente defraudan las expectativas en cuanto a las medidas económicas del gobierno Trump.

La bolsa europea nos parece mucho más atractiva, aún teniendo en cuenta los riesgos políticos vinculados al Brexit y al calendario electoral europeo. Subimos a neutrales la bolsa emergente, en un entorno en que pensamos que el dólar no va a apreciarse más...o incluso puede depreciarse, y dado un descuento del 20% respecto su valoración media histórica.

Finalmente, también nos mantenemos positivos en Japón, el único país que previsiblemente va a seguir aplicando una política monetaria expansiva en un entorno de beneficios corporativos crecientes y una fuerte correlación de las acciones niponas con la rentabilidad del bono americano.

En renta fija hemos rebajado la perspectiva del *high yield* norte-americano a negativo, dado el excesivo nivel de apalancamiento y sensibilidad al sector energético. Este cambio de perspectiva ha venido acompañada de fuertes salidas de inversores sobre esta clase de activos (10.000 millones de dólares). Comparativamente, nos parece más atractivo el *high yield* europeo y la deuda emergente, que ofrecen menos apalancamiento y apoyo del programa de compras del BCE en el primer caso, y más rentabilidad en el segundo.

En deuda pública preferimos la norte-americana a la europea. La razón es la mayor rentabilidad del bono americano, la capacidad de apreciarse si finalmente el programa electoral de Donald Trump no consigue ser aprobado, e incluso la capacidad de revalorizarse en un entorno de resultados electorales negativos en Europa.

En divisas, pensamos que el dólar ha alcanzado un máximo y a partir de aquí el euro debería apreciarse.

RENTA VARIABLE		RENTA FIJA	
RV América del Norte		Deuda Pública USA	
<sup>F</sup> RV Europa		Deuda Pública Euro	
<sup>e</sup> RV Japón		RF Privada IG	
<sup>n</sup> RV Emergente		RF Privada HY	
<sup>t</sup> USD		Deuda Emergente	
<sup>e</sup>			
<sup>s</sup>			