

# INFORME TRIMESTRAL DE MERCADOS



## Comentario de Mercado

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	YTD	2Q
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%	Mat Primas 12,9%	RV Emerg 18,4%	RV Emerg 6,3%
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%	Small Cap 12,7%	RV Growth 14,4%	RV Growth 5,3%
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%	RV Value 12,3%	RV Desarr 10,7%	Small Cap 4,3%
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%	RV Emerg 11,2%	Small Cap 9,7%	RV Desarr 4,0%
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%	RV Desarr 7,5%	RV Value 7,2%	Mat Primas 3,6%
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%	REIT 8,6%	REIT 4,9%	RV Value 2,8%
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 Growth 2,8%	Mat Primas 5,6%	RF Aggr 2,7%
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%	RF Aggr 2,2%	RF Aggr 4,2%	REIT 2,3%

El segundo trimestre del año podría calificarse como un un período ‘tranquilo’.

A pesar del ruido generado por un entorno político inestable en la mayor parte de países desarrollados, los mercados han conseguido apoyarse en la solidez de la recuperación económica a nivel global para terminar el trimestre sin apenas variaciones, con rentabilidades que apenas oscilan alrededor del 1% en la mayor parte de mercados europeos.

También es cierto que podemos distinguir dos fases en la evolución de los mercados durante estos tres meses. La primera, con mercados al alza y el Eurostoxx 50 apuntándose ganancias por encima del +5%, se basaba en la incertidumbre primero y en la euforia después tras la victoria de Emmanuel Macron en las elecciones a la presidencia de la República Francesa, que después se confirmarían con una clara victoria en las elecciones al parlamento francés.

Tras esta victoria, los mercados han experimentado una fuerte caída del riesgo político que ha tenido su repercusión en las rentabilidades positivas que sumaban los índices bursátiles. La única excepción la encontramos en Reino Unido, donde Theresa May adelantaba las elecciones para afianzar su poder cara al inicio de la negociación del Brexit, sólo para descubrir una fuerte pérdida de apoyo popular que la ha llevado a perder la mayoría absoluta.

La segunda parte del trimestre ha sido de corrección en los mercados, con especial repercusión de las declaraciones de Mario Draghi en el foro de Sintra a finales de junio, donde dejó entrever la posibilidad de adelantar el fin del QE en tanto que ‘las fuerzas deflacionarias han sido substituidas por fuerzas reflacionarias’.

A su vez, varios miembros del Banco de Inglaterra, con el gobernador Carney a la cabeza, adelantaron poco después del Comité de Política Monetaria del BdI que una subida de tipos de interés podría estar a la vuelta de la esquina, y que probablemente se produciría este mismo año.

Este conjunto de declaraciones, combinadas con una subida de tipos de interés de otros 25 puntos básicos en Estados Unidos, llevaron a los mercados bursátiles a terminar el trimestre

prácticamente en los niveles en los que lo empezaron, mientras los mercados de deuda pública sufrían una fuerte corrección por las declaraciones de los directivos de los principales bancos centrales y el euro se apreciaba con fuerza (+7,2%) frente al dólar norte-americano (de 1,06\$/€ a 1,14\$/€).

## Mercados

	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Time	P/É	DvYld	%Qtd	%QtdCur
<b>1) Americas</b>									
11) DOW JONES		21287.03	-167.58	-0.78%	06/29 c	18.71	2.33	+3.02%	-3.80%
12) S&P 500		2419.70 d	-20.99	-0.86%	06/29 c	21.43	1.97	+2.41%	-4.36%
13) NASDAQ		6144.35	-90.06	-1.44%	06/29 c	32.77	1.15	+3.93%	-2.94%
14) S&P/TSX Comp		15213.42 d	-142.16	-0.93%	06/29 c	20.90	2.82	-2.15%	-6.26%
15) S&P/BMV IPC		49198.13 d	-141.98	-0.29%	06/29 c	21.15	2.38	+1.35%	-1.72%
16) IBOVESPA		62238.95 d	+220.98	+0.36%	06/29 c	16.76	3.18	-4.22%	-15.46%
<b>2) EMEA</b>									
21) Euro Stoxx 50		3481.78 d	+10.45	+0.30%	11:56	19.48	3.48	-0.55%	-0.55%
22) FTSE 100		7350.29 d	-0.03	+0.00%	11:56	31.92	4.14	+0.37%	-2.97%
23) CAC 40		5176.95 d	+22.60	+0.44%	11:56	19.16	3.29	+1.06%	+1.06%
24) DAX		12436.85 d	+20.66	+0.17%	11:56	19.98	2.70	+1.01%	+1.01%
25) IBEX 35		10549.80 d	+18.70	+0.18%	11:56	16.61	3.81	+0.83%	+0.83%
26) FTSE MIB		20746.48 d	+41.83	+0.20%	11:56	--	3.17	+1.24%	+1.24%
27) OMX STKH30		1616.56	+3.34	+0.21%	12:11	16.18	3.62	+1.82%	+0.85%
28) SWISS MKT		8971.62 d	+27.58	+0.31%	11:56	25.16	3.28	+3.61%	+1.23%
<b>3) Asia/Pacific</b>									
31) NIKKEI		20033.43 d	-186.87	-0.92%	08:15 c	19.16	1.72	+5.95%	-1.59%
32) HANG SENG		25764.58 d	-200.84	-0.77%	10:08 c	13.88	3.42	+6.86%	-0.65%
33) CSI 300		3666.80 d	-2.03	-0.06%	09:01 c	16.12	1.86	+6.10%	+0.65%
34) S&P/ASX 200		5721.49	-96.61	-1.66%	09:01 c	19.48	4.21	-2.45%	-8.21%

Como decíamos, los mercados de renta variable han cerrado el trimestre prácticamente planos en todo el mundo, si los vemos desde el punto de vista del inversor en euros. Ello se debe a que los mercados que han conseguido las mayores revalorizaciones en moneda local al mismo tiempo han sido los mercados cuyas divisas más se han depreciado contra el euro, por lo que para un inversor cuya divisa de referencia es el euro los mercados apenas se han revalorizado en todo el trimestre.

En Europa los mercados han cerrado con ganancias cercanas al +1%, mientras en Japón el Nikkei se apreciaba en yenes un +6% (convertido a euros caía un -1,6%) y en Estados Unidos el Dow Jones se apreciaba un +3% en dólares (-3,8% en euros).

El buen comportamiento del mercado norte-americano se basa en el buen comportamiento de los sectores cuyo peso es más significativo en el S&P 500: tecnología (23% del índice), el sector financiero (que pesa un 15%), salud (14%), consumo discrecional (12%) y el sector industrial (10%). Estos cinco sectores suponen ya un 75% del principal índice norte-americano, y con ganancias *total return* del +3,8% en los sectores tecnológico y financiero, del +6,7% en el sanitario y del +2% y +4,2% en consumo discrecional e industria, respectivamente, es difícil que el principal índice mundial se vea perjudicado por caídas del -8,1% en telecomunicaciones y del -7% en energía.

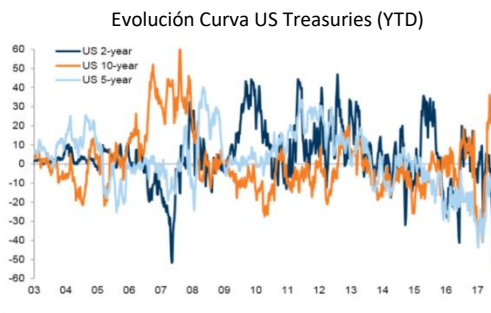
En Europa, el índice Stoxx 600 –que no es el más popular pero sí el más representativo– se depreciaba un -0,5%, mientras que si tomamos la versión *total return* del índice (que incluye dividendos) el resultado era de un +4%. La distribución sectorial ha sido más equilibrada que en Estados Unidos, dejando de lado el buen comportamiento del sector sanitario, que es

revalorizaba un +6,2%, y el terrible comportamiento del sector energético, que aquí también caía un -7,3%

En términos de valoración, el S&P 500 se sitúa en niveles de PER de 18 veces beneficios, mientras Europa aún muestra unos niveles más razonables de 16,1x.

En cuanto a la renta fija, a pesar de la subida de tipos de interés del 14 de junio en Estados Unidos, el protagonismo lo tomó el Banco Central Europeo a través de su presidente Mario Draghi, que como decíamos dejaba entrever en el foro de Sintra la posibilidad de avanzar el *tapering* europeo si el crecimiento económico europeo sigue evolucionando positivamente.

En efecto, el 14 de junio la Fed decidía subir su tipo máximo del 1% al 1,25%, avanzando que era probable que las siguientes medidas de normalización de política monetaria se tomen a través de la gestión del balance de la Fed en lugar de mediante la fijación de los tipos de intervención. En una decisión altamente esperada, la cotización del bono americano apenas sufrió durante el trimestre, anotándose una revalorización del +1,3% (según el índice ML 10Y Treasury Futures Total Return) tras una evolución de la rentabilidad del bono a 10 años del 2,4% al 2,3%.



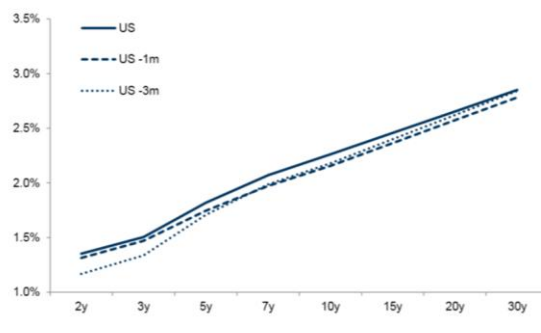
Source: CFTC, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

En cambio, la evolución de los tipos de interés a corto plazo, tomando como referencia la deuda pública a dos años, sí que ha sido al alza, con un incremento de rentabilidades del 1,25% al 1,38%, generando de este modo un movimiento de *bear flattening* resultado de las posiciones netas cortas en futuros a 2 años y netas largas en futuros a 10 años del conjunto de inversores de deuda norteamericana.

En Europa, por otro lado, las declaraciones de Draghi si tuvieron un efecto en las rentabilidades del Bund, que en octubre de 2016 abandonaron el signo negativo y siguen evolucionando al alza. En el segundo trimestre de 2017, la rentabilidad del Bund a 10 años subió de 0,33% a 0,47%, lo que implica una rentabilidad negativa del -1,14% para los inversores en bonos alemanes a 10 años en sólo tres meses. En este caso, el desplazamiento de la curva no fue de aplanamiento como en el caso norteamericano, sino más bien un desplazamiento paralelo al alza, con incrementos de tipos tanto en el tramo corto de la curva como en el largo, tal como se puede ver en los gráficos siguientes:

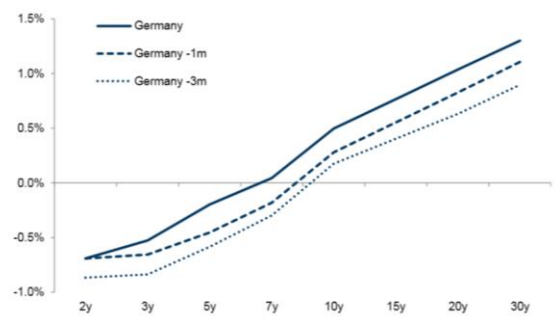
Evolución de la curva de tipos de interés en EE.UU. (izq) y Europa (dcha)

Exhibit 53: US yield curve dynamics



Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 54: German yield curve dynamics

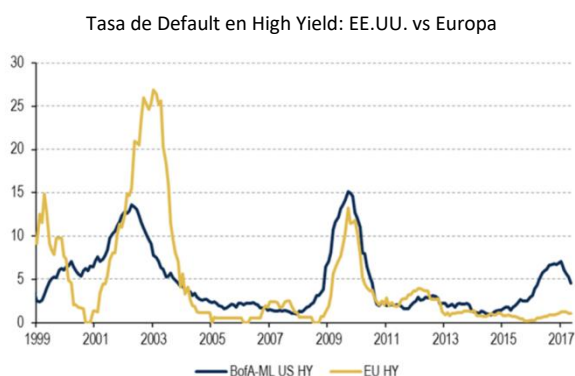


Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

En cuanto a la renta fija privada, los *spreads* de crédito han evolucionado positivamente durante el trimestre, recortando los diferenciales tanto en Estados Unidos como en Europa, y tanto en *investment grade* como en *high yield*.

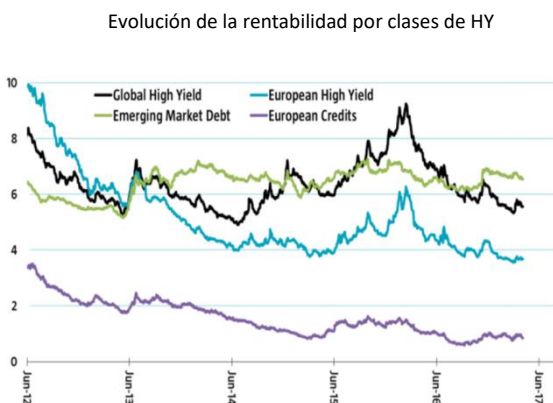
En cuanto a Europa, el índice Markit Itraxx Europe recortó los diferenciales de crédito en 17 puntos básicos hasta los 99pb a 30 de junio. Por su lado, el Itraxx XOver a 10 años también recortó diferenciales, de 337pb a 317pb a final de trimestre.

En Estados Unidos, el movimiento fue parecido, con el CDX Investment Grade a 10 años recortando de 110pb a 108pb y el CDX HY recortando de 398pb a 385pb.



Source: BofA-ML

El entorno económico actual nos impulsa a mantener la exposición a renta fija a través de bonos corporativos, al menos mientras la inflación siga bajo control y los incrementos de tipos de interés se expliquen principalmente por un mayor crecimiento económico. Respecto al posicionamiento entre Estados Unidos y Europa, la calidad del crédito norte-americano es peor y su sensibilidad a tipos de interés mayor (vencimientos más elevados), además de tener una mayor exposición al sector energético. Esta situación deriva en rentabilidades más elevadas en los bonos en dólares. Además, el nivel de apalancamiento es mayor en EE.UU., y las compañías con rating más bajos siguen incrementando su apalancamiento, por lo que preferimos decantarnos por bonos europeos con rentabilidades menores, pero a la vez con riesgos más controlados.



El entorno económico actual nos impulsa a mantener la exposición a renta fija a través de bonos corporativos, al menos mientras la inflación siga bajo control y los incrementos de tipos de interés se expliquen principalmente por un mayor crecimiento económico. Respecto al posicionamiento entre Estados Unidos y Europa, la calidad del crédito norte-americano es peor y su sensibilidad a tipos de interés mayor (vencimientos más elevados), además de tener una mayor exposición al sector energético. Esta situación deriva en

rentabilidades más elevadas en los bonos en dólares. Además, el nivel de apalancamiento es mayor en EE.UU., y las compañías con rating más bajos siguen incrementando su apalancamiento, por lo que preferimos decantarnos por bonos europeos con rentabilidades menores, pero a la vez con riesgos más controlados.

En cuanto a la renta fija emergente, durante el último trimestre los *spreads* de crédito han evolucionado a la baja, con el índice CDX Emerging Markets a 10 años recortando de 271pb a 261pb.

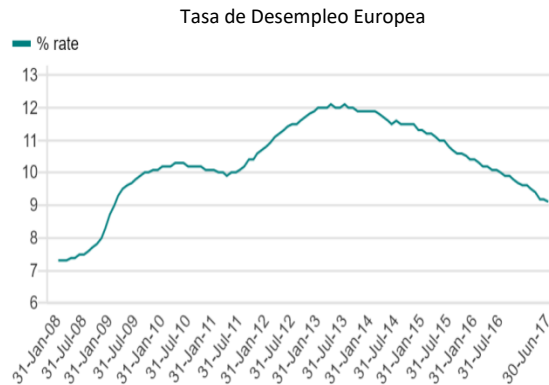
Nos mantenemos positivos en renta fija emergente dada la rentabilidad ofrecida (mayor que en *high yield*) y la combinación de un entorno de crecimiento del PIB en los países emergentes y el entorno de búsqueda de rentabilidad que seguimos manteniendo en los mercados.

## Macro e Indicadores Avanzados

Más allá de la mala aceptación que tuvo el discurso de Mario Draghi, hay que tener en cuenta que la posibilidad de avanzar en la reducción del programa de compras del BCE se basa en que la zona euro sigue mejorando en términos de fortaleza económica, y este hecho debe valorarse positivamente.



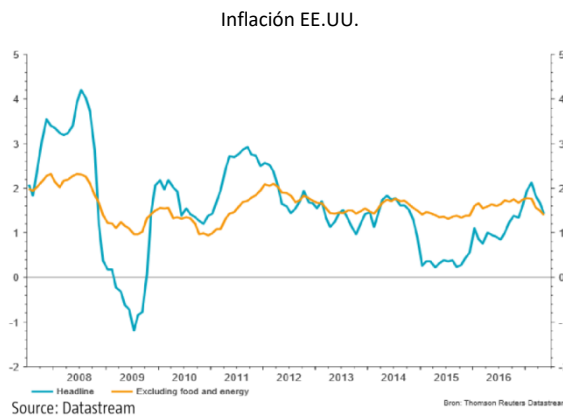
En efecto, la lectura negativa según la que el BCE va a recortar el QE antes de lo previsto podría leerse también positivamente con un enfoque tal como “la fortaleza de la economía europea hace que el QE ya no sea necesario”, que en realidad es el mensaje que está intentando transmitir el BCE.



El desempleo en Europa viene reduciéndose de manera constante desde hace años, y en su última observación se sitúa en el 9,1%, en mínimos de ocho años, y sólo un 4% por encima de los niveles previos a la crisis. La confianza de los consumidores está a niveles máximos desde 2001. Las empresas son optimistas respecto a las perspectivas económicas y concretamente las manufactureras sólo se han mostrado más positivas un 6% del tiempo desde el año 2000. En un entorno como este, a menos que

la retirada de estímulos del BCE repercuta en un incremento importante del coste de financiación de las empresas y del tipo de cambio, la economía debería seguir en su senda de crecimiento sin impedimentos significativos.

En Estados Unidos la situación económica aun parece más sólida.



El nivel de desempleo se encuentra en mínimos, hecho que ha empujado a la Fed a volver a subir tipos de interés en el mes de junio, dejando entrever la posibilidad de empezar a reducir su balance (vender deuda pública comprada durante el QE) en un plazo relativamente breve.

Este cambio en cuanto a la instrumentación de una política monetaria más restrictiva se deriva del hecho que, a pesar de la baja tasa de desempleo, ésta no está repercutiendo en incrementos salariales y por lo tanto no se perciben presiones inflacionarias de ningún tipo, como pone de manifiesto que el índice Core (subyacente) PCE de gastos de consumo personales ha ido cayendo desde el +1,8% del mes de marzo hasta el +1,5% actual.

La debilidad del precio del petróleo, y la falta de perspectivas de recuperación de precios de la energía dada la actual situación de exceso de oferta, han hecho que la tasa de inflación principal (PCE) haya caído aún más que la subyacente (que no incluye alimentación y energía), desde un +2,1% hasta un +1,4%.

PMI Manufacturero EE.UU.

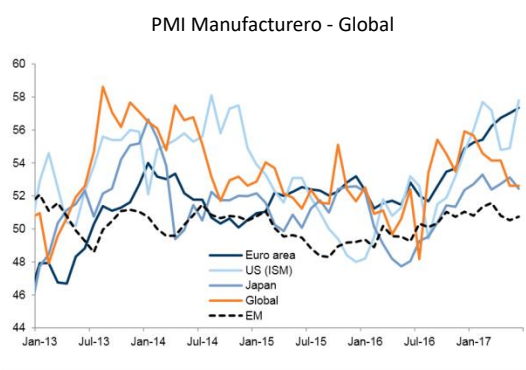
Index	Series Index Jul	Series Index Jun	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
PMI®	56.3	57.8	-1.5	Growing	Slower	11
New Orders	60.4	63.5	-3.1	Growing	Slower	11
Production	60.6	62.4	-1.8	Growing	Slower	11
Employment	55.2	57.2	-2.0	Growing	Slower	10
Supplier Deliveries	55.4	57.0	-1.6	Slowing	Slower	15
Inventories	50.0	49.0	+1.0	Unchanged	From Contracting	1
Customers' Inventories	49.0	50.5	-1.5	Too Low	From Too High	1
Prices	62.0	55.0	+7.0	Increasing	Faster	17
Backlog of Orders	55.0	57.0	-2.0	Growing	Slower	6
New Export Orders	57.5	59.5	-2.0	Growing	Slower	17
Imports	56.0	54.0	+2.0	Growing	Faster	6
<b>OVERALL ECONOMY</b>				Growing	Slower	98
<b>Manufacturing Sector</b>				Growing	Slower	11

Con todo, el indicador avanzado ISM manufacturero sugiere que el crecimiento económico seguirá ganando velocidad. En efecto, el crecimiento del primer trimestre ha sido repetidamente revisado al alza desde el +0,7% inicial hasta el +1,4%, y el dato de crecimiento del segundo trimestre acabado de publicar, +2,6%, nos confirma la buena salud de la economía norteamericana.

Además, el gasto en consumo –que supone la mayor parte de la economía norteamericana, se incrementó en un +2,8%, mientras la inversión en bienes fijos no residenciales aumentaba un +5,2% y el sector exterior contribuía positivamente al crecer las exportaciones a un ritmo mayor que las importaciones.

Reino Unido es el país que muestra un panorama económico más incierto, como consecuencia del Brexit. Hasta el momento los niveles de consumo apenas han sufrido el efecto del nuevo entorno económico, pero esta situación se deriva de una fuerte caída de la tasa de ahorro y del crecimiento del crédito al consumo. Sin embargo, esta situación genera incertidumbre en cuanto a su sostenibilidad en el tiempo, con unos datos de confianza del consumidor que no apoyan en absoluto al consumo.

En cuanto a Japón, el índice de inflación core –sin alimentos ni energía- se mantiene inalterado en el 0%, y el Banco de Japón se mantiene como único banco central que sigue comprando deuda pública en un inalterado programa de expansión monetaria que debería repercutir en una progresiva depreciación del yen a medida que la Fed y el BCE vayan reduciendo su balance.



Desde el punto de vista económico, sin embargo, la situación económica es altamente satisfactoria: el índice Tankan de grandes manufactureros se sitúa en máximos de tres años, la producción japonesa se incrementó un +6,8% respecto el año anterior y el índice de oferta de puestos de trabajo por buscadores de empleo se sitúa en máximos de 43 años (1,5 puestos de trabajo ofertados por persona buscando trabajo). La tasa de desempleo aumentó al 3,1% en mayo probablemente como consecuencia de empleados que abandonaban su trabajo para buscar uno nuevo.

## Asset Allocation

Históricamente, renta variable y renta fija privada han sido las clases de activo a mantener en periodos de baja volatilidad en los mercados, especialmente si la comparación se lleva a cabo ajustando por riesgo.

Bolsa y crédito son también las clases de activo que mejor pueden soportar un entorno de tipos de interés al alza, siempre que tales subidas de tipos de interés se basen en un mayor nivel de crecimiento económico y no en rápidas subidas de tipos para poner freno a la inflación.

Bajo nuestra hipótesis central que el entorno en que se están desarrollando los mercados es justamente el de baja inflación (resultado de las políticas de los bancos centrales hasta el momento) y de expectativas de incrementos de tipos de interés en la parte larga de la curva,



derivada en gran parte del crecimiento económico que se está alcanzando a nivel mundial, vamos a mantener nuestra estrategia de inversión que venimos aplicando todo el 2017,

Geográficamente, nuestra percepción sobre la valoración de la bolsa norte-americana sigue siendo la misma, con un mercado que en su conjunto puede encontrarse valorado algo por encima de su media histórica, pero con segmentos de mercados con valoraciones que nos parecen excesivas, y que desde hace tiempo son los únicos que impulsan los índices bursátiles de Estados Unidos.

Esta percepción se apoya, además, por una cotización excesiva del dólar contra al resto de divisas mundiales, y una política económica impredecible en manos de un presidente –Trump- a quien le cuesta que su propio partido apruebe sus propias medidas (sin entrar a valorar sin las consideramos positivas o negativas).

En cuanto a Europa, mantenemos la sobre-ponderación que ya avanzábamos, especialmente después de esclarecerse el escenario político tras la victoria de Macron en Francia. En Italia, la tensión también tiende a relajarse por la falta de consenso en adelantar elecciones, quedando como los principales riesgos políticos la negociación del Brexit –con sus principales efectos negativos para Reino Unido- y el riesgo derivado del posible referéndum en Catalunya, y del probable avance de elecciones autonómicas en caso de no celebrarse.

En mercados emergentes también mantenemos nuestro posicionamiento neutral, apoyado por la debilidad del dólar (que resta peso a la deuda emitida por estos países) y unas valoraciones por debajo de su media histórica.

En conjunto, seguimos considerando que la inversión en bolsa es menos arriesgada que tomar posiciones en renta fija con duración. El entorno que nos están presentando los principales bancos centrales ciertamente no es positivo, con un progresivo abandono de las políticas de expansión monetaria por un clima mucho más *hawkish*.

RENDA VARIABLE		RENDA FIJA	
RV América del Norte		Deuda Pública USA	
RV Europa		Deuda Pública Euro	
RV Japón		RF Privada IG	
RV Emergente		RF Privada HY	
USD		Deuda Emergente	

Sin embargo, la falta de presiones inflacionistas en el estrecho mercado laboral norte-americano no parece indicar que nos vayamos a enfrentar en el corto plazo a subidas de los tipos de intervención substanciales. Y aquí cabe señalar el concepto de tipo de intervención (tipo de interés a corto plazo) del de tipos de interés a largo plazo: lo más probable es que los próximos movimientos de los bancos centrales afecten más a la parte larga de la curva de tipos, más vinculada al crecimiento y más sensible a la potencial reducción del balance de la *Fed* y el BCE.

Por lo tanto, en renta fija mantenemos la visión negativa del mercado en duración centrandolo nuestro posicionamiento en nichos que se benefician del crecimiento y son menos sensibles a los tipos de interés: *high yield*, bonos subordinados, y deuda emergente.





En resumen, mantenemos la exposición a renta variable inalterada y la visión pesimista en renta fija, de modo que la principal incertidumbre que queda abierta hasta fin de año es como ambos mercados –tanto de renta fija como de renta variable- van a soportar el progresivo endurecimiento de las políticas monetarias que están avanzando los gobernadores de los principales bancos centrales.

*Fuentes: Bloomberg, Goldman Sach AM, Robeco, JP Morgan AM*