

A black and silver pen is positioned diagonally on the right side of the page, pointing towards the bottom left. The background is a grid with a line graph drawn on it. The graph shows a line that starts at a low point, rises to a peak, and then falls sharply. The grid lines are thin and light gray. The overall tone is professional and analytical.

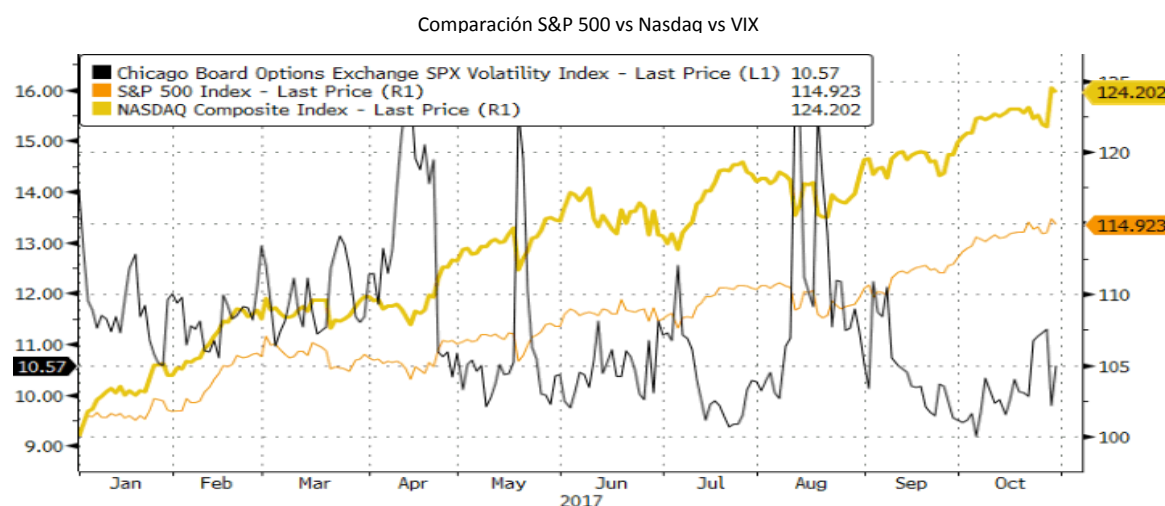
# INFORME TRIMESTRAL DE MERCADOS

## Comentario de Mercado

A pesar de la alta correlación que habitualmente tienen los mercados internacionales, el mundo que estamos viviendo cada vez se parece más a una realidad multidimensional, donde las sensaciones que perciben los inversores difieren muchísimo en función del país en que viven.

Para un inversor norte-americano, la sensación que experimenta es la de un mercado caro, pero que prosigue una clarísima senda alcista sin apenas volatilidad que permite seguir invertido con cierta tranquilidad. Es más, probablemente la sensación es que has oído tantas veces que el mercado está caro que ha acabado inmunizándose de esa sensación de peligro y en realidad la única manera de 'reducir' riesgo que se plantea es desviar parte de la inversión hacia Europa y emergentes, donde para el inversor en dólares las rentabilidades son aún más altas.

La realidad es que el S&P 500, al final del tercer trimestre del año, acumula una rentabilidad en dólares del +12,5%, que se eleva hasta el +14,2% si añadimos dividendos. Y eso con una volatilidad, medida por el índice VIX, de sólo el 10,5%. El Nasdaq, además, ha proporcionado rentabilidades incluso superiores (+24,2%) durante el mismo periodo.



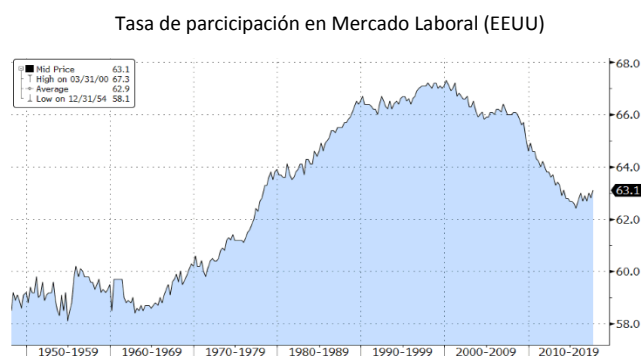
La realidad es que la evolución de los índices norte-americanos es una senda alcista de libro pero que se explica en gran parte gracias a un pequeño número de valores: el de las empresas de tecnología. Y más concretamente, de las conocidas como FANG: Facebook, Amazon.com, Netflix y Google. Ellas solas son responsables de cerca de dos puntos de la rentabilidad total del S&P 500.

A 30 de septiembre de 2017 el índice Fear&Greed que calcula la CNN alcanzaba un valor de 85 sobre una escala de 100, indicando 'extreme greed', o avaricia extrema. Parafraseando a Gordon Gekko en 'Wall Street', la avaricia es buena, siempre que no sea extrema, puesto que, tal como sucede con el orgullo, los niveles extremos se alcanzan justo antes de la caída.

A pesar de estos hechos, y de un ratio PER de 22x, tampoco es el momento de salirnos del mercado. Debemos mantener la consciencia que el mercado norte-americano está caro, y que precisa de una especial atención, pero mientras no percibamos riesgo de descontrol inflacionario no deberíamos tomar medidas drásticas. Si hay un patrón que se repite en el inicio de todos los



ciclos bajistas es que vienen precedidos por subidas agresivas de tipos de interés para poner freno a la inflación, y esta situación parece lejos de producirse.



La situación, por lo tanto, es suficientemente preocupante para ser vigilada, pero con consciencia que la economía norte-americana, a pesar de sus buenas cifras, sigue sin mostrar incrementos de costes laborales significativos, tal vez debido a la baja tasa de participación del mercado laboral estado-unidense (63,1% vs niveles de 66% antes de la crisis).

Fuera de Estados Unidos, Europa ofrece otra realidad muy diferente, que vendría explicada por la evolución del tipo de cambio euro-dólar. De hecho, si graficáramos el índice Eurostoxx 50 en dólares generaría una imagen muy parecida a la del S&P 500, y con rentabilidades incluso superiores: del +22,3%. En euros, sin embargo, el índice se apunta una rentabilidad del +9,25%, dividendos incluidos, con tres partes claras: fase alcista de enero a mayo, caída de mayo a finales de agosto (que coincide con la apreciación del euro hasta niveles de 1,2\$/€), y renovación de la fase alcista hasta final de trimestre coincidiendo con la estabilización del tipo de cambio.

Así pues, una vez más, el factor clave en la evolución de los mercados sigue siendo la política de los bancos centrales, siendo la clave para el futuro el ver de qué manera deshacen el impulso monetario –QE- que han estado aplicando desde 2009.

## Mercados

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 27,8%	RV Emerg 7,9%
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 20,3%	Small Cap 6,2%
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%	Small Cap 16,6%	RV Growth 5,2%
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%	RV Desarr 16,0%	RV Desarr 4,8%
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 12,0%	RV Value 4,5%
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 6,0%	RF Aggr 1,7%
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%	RF Aggr 6,0%	REIT 1,1%
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%	Mat Primas 1,0%	Mat Primas -4,3%

Los mercados de renta variable han cerrado el trimestre con avances generalizados y niveles de baja volatilidad que no se veían desde hace años. Tanto si nos fijamos en divisa local como en divisa de referencia euro la mayoría de los principales índices han cerrado el trimestre en positivo. No obstante, para inversores en euros, la apreciación de los índices americanos, suizo y japonés ha sido menor debido a la apreciación del euro frente a la mayoría de divisas.

Los índices norteamericanos han mostrado mucha fortaleza a lo largo del tercer trimestre con avances comprendidos entre el +4% y el +6%. El buen comportamiento del mercado

norteamericano se ha debido principalmente a las buenas publicaciones de resultados de las compañías con crecimiento tanto en términos de facturación como de resultados. Asimismo, también ha resultado favorable la publicación de datos macroeconómicos, especialmente los datos referentes al mercado laboral.

Otro de los motivos que han favorecido el avance de los mercados de renta variable americanos ha sido la expansión de múltiplos, especialmente en el sector tecnológico. Concretamente, el sector tecnológico es el que aporta mayor peso al índice (+23.5% del S&P500) e incluye las compañías popularmente conocidas como FANG (Facebook, Amazon, Netflix y Google), todas ellas cotizando a unos múltiplos de valoración muy exigentes.

En Europa el retorno correspondiente al tercer trimestre de los principales índices ha sido bastante dispar. En cuanto al Stoxx 600 -el índice más representativo- ha cerrado el trimestre en positivo, con un avance del +4,4%. En el lado positivo destacaríamos el buen comportamiento de la bolsa italiana, mientras que el IBEX 35 registró pérdidas del -0,6% lastrado por la incertidumbre ocasionada por la situación política en Catalunya.

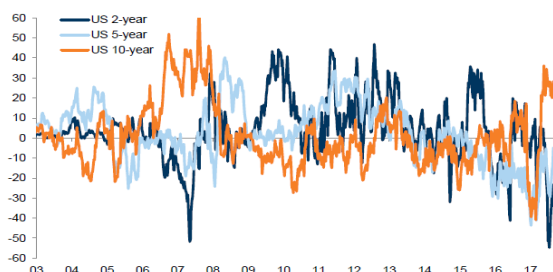
En términos de valoración los mercados de renta variable europeos siguen negociando con descuento en relación a sus homólogos norteamericanos. Mientras que el S&P 500 y el Nasdaq se sitúan en niveles de 21,5 y 44 veces beneficios, respectivamente, el Stoxx 600 cotiza a niveles más atractivos: 18,5x.

Métricas de valoración de mercados de renta variable

	P/E NTM (X)	EV / EBITDA LTM (X)	FCF Yield LTM (%)	Div Yield NTM (%)	P/B LTM (X)	NI Margin 2017 (%)	ROE LTM (%)	Implied ERP (%)
Stoxx Europe 600	14.9	8.8	4.6	3.5	1.8	7.1	10.7	7.4
S&P 500	18.0	11.6	4.3	2.1	3.2	10.1	15.6	5.1
MXAPJ*	13.5	7.6	9.4	2.9	1.7	9.7	11.9	8.4
Topix	15.4	8.8	3.8	2.1	1.2	5.3	8.0	6.2

En el ámbito de la renta fija, los bonos parecen caros, pero no a los niveles que alcanzaron el primer trimestre de 2015 y en mayo de 2013. Las expectativas de inflación señalan una probabilidad del 70% de ver una nueva subida de tipos este diciembre, seguida de incrementos de tipos trimestrales en 2018-2019. El incremento del precio del petróleo también deberá repercutir en un incremento de la inflación del 0,2%, pero mientras las expectativas de inflación moderadas se vayan confirmando no esperamos movimientos bruscos en la cotización de la deuda.

Posición especulativa en futuros sobre Treasury

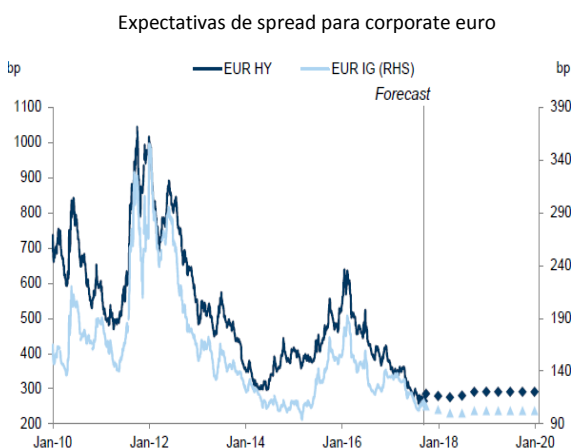


En este contexto, el posicionamiento de los inversores en futuros sobre deuda norteamericana es el de *bear flattening*, con posiciones largas en deuda a 10 años y cortas en 2 y 5 años, lo que implica expectativas de aplanamiento de la curva de tipos de interés a través de incrementos de tipos en el tramo corto de la curva mayores que en el tramo largo.

El entorno, además, se complica con el debate sobre la reelección de la presidencia de la Reserva Federal, donde Donald Trump podría substituir a Janet Yellen por un nuevo presidente que le genere mayor confianza. Los principales candidatos en estos momentos son Jerome Powell, miembro de la Fed, y John Taylor, de la universidad de Stanford y autor de la famosa

‘Regla de Taylor’. Sin embargo, es poco probable que la elección de uno u otro candidato afecte mucho a la política de la Fed a corto plazo.

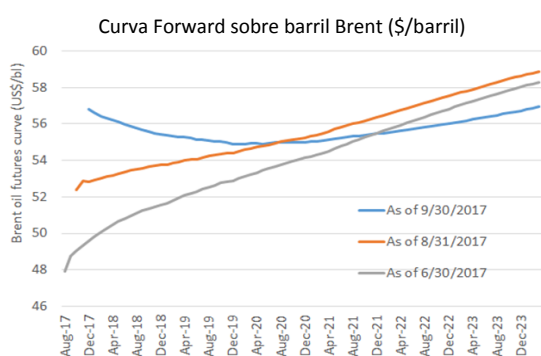
En Europa, se esperaba que el Banco Central Europeo anunciara un recorte en el programa de compra de deuda pública, pero la decisión finalmente se aplazó hasta octubre. El BCE debe recortar substancialmente los 60.000 millones de euros de compras al mes para evitar alcanzar el máximo de compra de un solo país (Alemania) que puede adquirir, en base a sus estatutos, y eso sólo es posible de dos maneras: con un brusco fin al programa de compras cuando se alcance ese límite, o reduciendo el volumen de compras y alargándolas en el tiempo, que con toda probabilidad será la decisión que se tome. El balance del BCE ha alcanzado niveles nunca antes vistos, en torno a los 4,3 billones de euros.



En renta fija privada, los bonos *investment grade* denominados en euros han proporcionado una rentabilidad del +1%, mientras la deuda *high yield* se ha revalorizado un +1,6%, a niveles similares que los bonos emitidos en dólares.

En deuda emergente, la debilidad del dólar desde principios de mayo ha implicado que la renta fija emergente en divisa local se haya convertido en uno de los activos de mejor comportamiento del trimestre: el iShares JP Morgan EM Local Currency Bond ETF se revalorizaba un +3,5%.

Finalmente, el comportamiento de la deuda pública española merece una nota especial por el comportamiento a lo largo del trimestre, con una importante reducción de los diferenciales contra el bono alemán de julio a agosto (de 116 pb a 95 pb) y un fuerte repunte desde finales de agosto vinculado al proceso independentista catalán, que ha llevado a los spreads de deuda a cerrar el mes en 114 puntos básicos, después de haber alcanzado los 123 pb el 11 de septiembre.



En cuanto a materias primas, el petróleo se ha apreciado significativamente hasta niveles de \$57,5 (+20%) en el caso del Brent y \$51,7 (+12,2%) en el caso del West Texas. Más aún, la curva forward sobre el Brent ha pasado es un estado de *contango* a *backwardation*, lo que implica que el futuro a un mes sobre el precio del Brent tiene un precio superior al nivel dentro de doce meses, implicando por lo tanto una fuerte estrechez en la oferta a corto plazo.

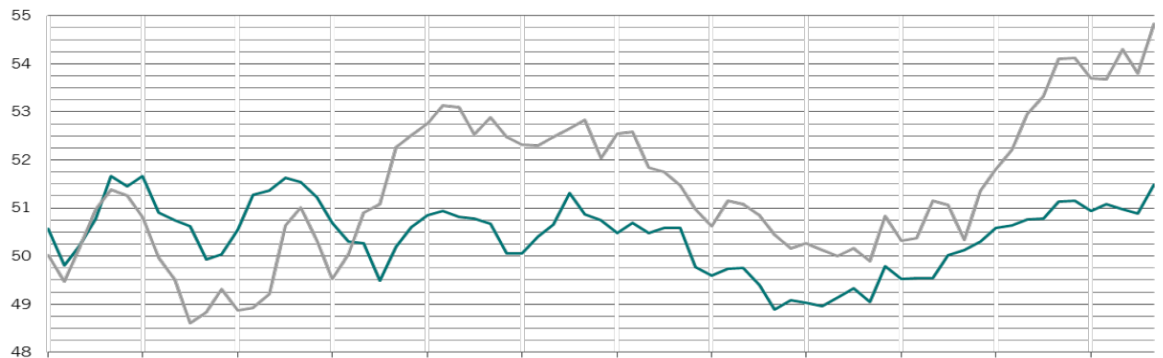
Esta situación sería el resultado de los siguientes factores:

- Crecimiento de la demanda de petróleo y expectativas de un mayor crecimiento de ésta.
- Crecimiento y eficiencias menores de las esperadas en crecimiento de producción en Estados Unidos.
- Un alto grado de cumplimiento por parte de los países de la OPEP de las cuotas de producción petrolífera, y las expectativas que se alarguen en el tiempo.
- Reducción de los inventarios de petróleo a nivel global.

## Macro e Indicadores Avanzados

El tercer trimestre de 2017 se está caracterizando, en el ámbito económico, por un renovado ímpetu en la actividad tanto de los mercados desarrollados como de los mercados emergentes. El incremento de beneficios empresariales, por su parte, está contribuyendo a aparcar las dudas sobre los niveles a que cotizan las compañías en bolsa, y sirven para confirmar la solidez de la recuperación económica en todo el mundo.

PMI Países Emergentes vs PMI Países Desarrollados



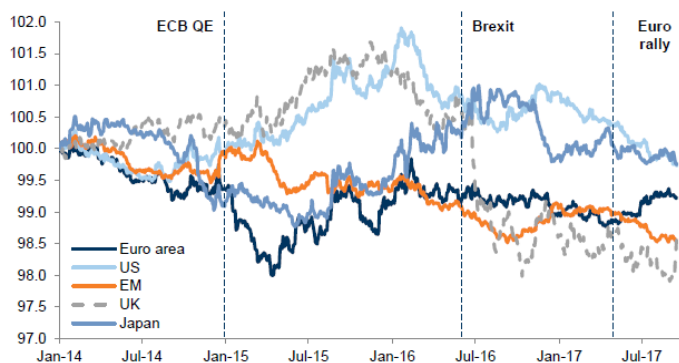
\*PMI ME ponderado por el PB de 24 países emergentes. \*\*PMI MUNDIAL ponderado por el PIB de 34 países desarrollados

En este sentido, los indicadores económicos avanzados, como el índice de directores de compras (PMI-Purchase Managers Index), siguen mostrando un repunte que eleva la actividad manufacturera hasta los niveles máximos de principios de 2011, los que permite predecir –según Pictet AM- una tasa de crecimiento global del +3,4% para este año.

En Estados Unidos los huracanes Harvey e Irma pueden restar al PIB del tercer trimestre entre 50 y 80 puntos básicos de crecimiento, pero deberían quedar parcialmente compensados por el incremento de gasto en vivienda y construcción que debería acompañarles, que a su vez deberían incrementar en 40pb el PIB del cuarto trimestre, 20pb el del primero trimestre del 2018 y 40pb el del segundo trimestre de 2018 (según Goldman Sachs).

El mercado laboral estadounidense sigue mostrando fortaleza, con una tasa de desempleo del 4,2%, y con el único punto negativo en la baja tasa de participación (63,1%). Este bajo nivel de desempleo, junto con el reducido nivel de endeudamiento en las familias norte-americanas, es lo que está permitiendo que el consumo siga impulsando a la economía norte-americana.

Condiciones Financieras



En cuanto a Europa, la consolidación del crecimiento económico sigue afianzándose gracias al incremento de ventas minoristas, la mejora del mercado laboral, el optimismo de los consumidores y la inversión empresarial. La apreciación del euro de abril a septiembre de este año, sin embargo, se ha convertido en un viento en contra para la e



conomía europea, que se ha manifestado a través de un endurecimiento de las condiciones financieras en la zona euro, mientras en el resto del mundo se relajaban.

Finalmente, en mercados emergentes China sigue mostrando un crecimiento estable y en el resto de economías se registran fuertes incrementos de ventas minoristas.

Un aspecto clave en la continuidad de esta senda de crecimiento es que la retirada de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales se vaya haciendo de una manera paulatina, de modo que es clave que la inflación siga bajo control. En este sentido, la inflación subyacente norte-americana mostró en agosto su nivel máximo en 10 años, y las expectativas van en la línea de alcanzar la tasa-objetivo de la Fed del 2% a lo largo de 2018.

Así pues, aunque la inflación sea el principal factor de riesgo que podría afectar al crecimiento económico, esta sólo es preocupante si desencadena subidas de tipos de interés agresivas – nada que ver con la previsión de una nueva subida de 25 puntos básicos en diciembre. Las perspectivas son que los bancos centrales del mundo sigan proporcionando un amplio estímulo monetario.

## Asset Allocation

---

El comportamiento de la renta variable a nivel global durante los últimos meses ha sido muy positivo. Durante el tercer trimestre el crecimiento económico ha pesado más que las incertidumbres políticas y geopolíticas (techo de la deuda en EEUU, tensión en Corea del Norte, elecciones alemanas, referéndum catalán, etc.) y ha permitido avances generalizados en las diferentes bolsas mundiales.

Se mantiene el atractivo relativo de las acciones frente a los bonos, aunque en términos absolutos no podríamos afirmar que las acciones estén baratas. Los múltiplos de valoración no son especialmente atractivos, pero teniendo en consideración el bajo entorno de tipos, las buenas publicaciones de resultados de las compañías, y el favorable entorno macroeconómico, consideramos oportuno seguir invertidos en renta variable. Creemos que en lugar de una mayor expansión de múltiplos, los próximos avances en bolsa se deberían basar principalmente en el crecimiento de los beneficios.

Consideramos que en el entorno actual en que deberían empezar a implementarse políticas monetarias más restrictivas por parte de los bancos centrales, con retiradas de estímulos y subidas de tipos, deberíamos estar atentos a que no se sobrecaliente el mercado y que no se dispare la inflación. De todos modos, nuestro principal escenario sería una subida gradual de tipos que vendría acompañada de un crecimiento moderado global de la economía.

A nivel geográfico, en nuestra toma de posiciones en renta variable seguimos teniendo preferencia por la Eurozona en lugar de EEUU y Reino Unido. Tal y como comentamos en el último informe trimestral, seguimos viendo mayor potencial en la Eurozona por el bajo entorno de tipos, el impulso de las cifras macroeconómicas, y la infravaloración relativa de los índices europeos en comparación a los norte-americanos.

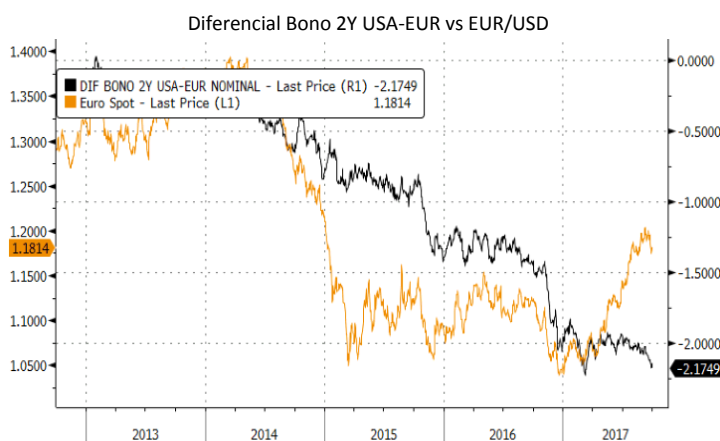
En EEUU nos posicionamos más cautos. Si bien las publicaciones de resultados empresariales siguen siendo robustas, no deberíamos olvidar que EEUU se encuentra en una fase bastante más avanzada del ciclo económico. El principal riesgo a tener en cuenta es una potencial política más *hawkish* de lo esperado por parte de la FED.



Seguimos cautos con la renta variable de Reino Unido por las negociaciones del *Brexit* y por la implementación del Banco de Inglaterra de una política monetaria restrictiva con potenciales subidas de tipos en los próximos meses. En cuanto a la renta variable japonesa somos constructivos dada la atractiva valoración de las compañías y la mayor tracción de la economía nipona. En cuanto a emergentes destacaríamos el excelente comportamiento generalizado de la mayoría de mercados por el impulso de los beneficios. Los principales motivos son: el crecimiento económico, impulso de las nuevas tecnologías y repunte en precio de las materias primas.

Sectorialmente, las valoraciones del sector energético y la alta rentabilidad por dividendo de estos valores (de más del 4%) hacen de él un sector atractivo para el posicionamiento de nuestras carteras a medio plazo. Igualmente, la banca debería beneficiarse de una progresiva reducción del balance de los bancos centrales a través de una pendiente de la curva de tipos de interés más empinada.

Durante los meses de mayo a septiembre hemos sido testigos de una fuerte depreciación del dólar, que se explicaría por los vaivenes de la política fiscal norte-americana y la fuerte mejora de las perspectivas de crecimiento económico europeas. Sin embargo, esta evolución del tipo de cambio entra en contradicción con la evolución de los tipos de interés de la deuda europea y norte-americana a corto plazo, con la que el tipo de cambio muestra una muy alta correlación.



Las expectativas van dirigidas a una progresiva revalorización del dólar a lo largo del último trimestre del año, gracias a una mayor visibilidad de la política fiscal norte-americana y a una política monetaria cada vez más restrictiva. En el ámbito fiscal, se espera un acuerdo en cuanto a impuesto de sociedades y de personas físicas en el primer trimestre de 2018. Mientras, en el ámbito monetario se da por descontada una nueva subida de

tipos de interés en diciembre (25 puntos básicos) y el inicio de la reducción del balance de la Fed a partir del mes de octubre de este año. Ante esta perspectiva, la opción de invertir en renta fija emergente pierde valor, especialmente en divisa local, por lo que nos posicionamos en *hard currency*, donde el entorno macroeconómico más favorable de los mercados emergentes y unas valoraciones más atractivas siguen siendo atractivos.

RENTA VARIABLE		RENTA 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	● ● ● ● ○





En cuanto al crédito, nuestro posicionamiento es neutral, dado que los *spreads* actuales dejan poco margen a un mayor estrechamiento en un entorno de aceleración del crecimiento, especialmente en *high yield*. Más aun, el hecho que sean tan bajos hace al crédito corporativo más sensible a los tipos de interés, que en un entorno de una política monetaria menos expansiva podrían incrementarse.

Nuestro posicionamiento en este sentido se concentra en las únicas subclases de activo donde aún vemos algo de valor: *high yield* europea, especialmente a corto plazo, deuda subordinada, y renta fija emergente *hard currency*.

Fuentes: Bloomberg, Pictet AM, Goldman Sachs AM, Guinness AM, Barron's.