



OUTLOOK 2018





2018: El Año del Cambio

Si hacemos un poco de memoria, recordaremos que hace tan sólo un año estábamos planteando un 2017 lleno de incertidumbres, marcado en el marco político por la victoria del Brexit en junio, y por la elección de Donald Trump como presidente de los Estados Unidos en noviembre de 2016. En el ámbito económico, la bolsa norte-americana ya parecía cara y los beneficios corporativos a nivel global parecían haber tocado techo.

Sin embargo, los analistas de los principales bancos de inversión preveían una continuación del rally bursátil, con un S&P 500 que decían podía cerrar 2017 a niveles de 2380 puntos gracias al impulso de los beneficios empresariales. El estímulo económico del programa fiscal de D. Trump podría añadir, decían, entre \$5 y \$10 al beneficio de las empresas del índice norte-americano, lo que lo podría impulsar hasta los 2474 puntos.

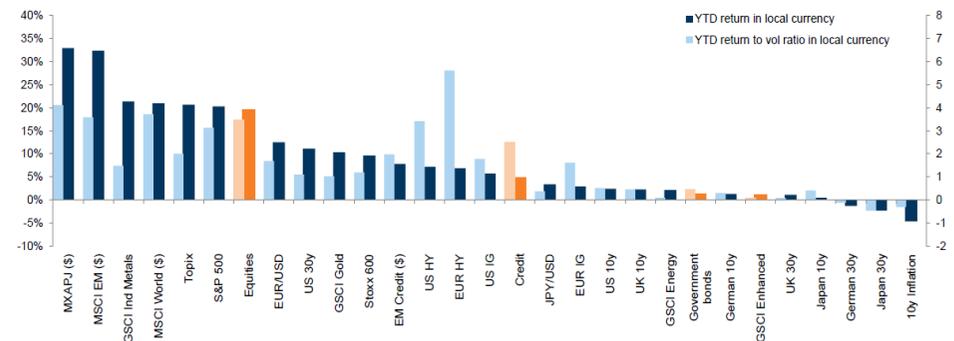
Lo que en realidad nos ha traído 2017 ha sido un escenario donde nos hemos tenido que ir acostumbrando al incesante uso de twitter del presidente de Estados Unidos, y a su capacidad de crear incertidumbre en todos los ámbitos y a lo largo y ancho del planeta. Dentro de Estados Unidos, el protagonismo se lo ha llevado sus políticas anti-inmigración y la eliminación –o realmente sólo reducción- del Obamacare. Pero el principal incentivo económico de su programa electoral –el plan de incentivos fiscales- aún está por ver.

Y sin embargo, los mercados han superado todas las expectativas.

El S&P 500 ha cerrado el año muy por encima de las previsiones de los analistas más optimistas, acumulando revalorizaciones del +19,4% en dólares (+4,8% en euros) en un mercado sin apenas volatilidad. En Europa, se han cumplido las expectativas: se ha afianzado el crecimiento económico y los mercados han acumulado revalorizaciones substanciales (Eurostoxx 50:

+6,5%). Japón, la única economía desarrollada que no se plantea la reducción del QE, ha conseguido rentabilidades que han llevado al Nikkei 225 a cerrar en máximos desde 1991, con una rentabilidad del +19,1% en yenes (+8,3% en euros).

Rentabilidad por tipo de activos, en divisa local



2017 no ha sido un camino de rosas para el inversor europeo, especialmente el español. Por un lado, la fuerte apreciación del euro desde marzo hasta septiembre ha conllevado una corrección en los índices europeos del -7,4%, mientras que si este mismo inversor tomaba posiciones en bolsa norte-americana sin cubrir la divisa la pérdida superaba el -10%. Por otro, el IBEX ha tenido un comportamiento irregular durante todo el año vinculado a la fortaleza de la economía española y a la incertidumbre por el referéndum catalán: hasta finales de agosto el fuerte crecimiento de la economía española empujó al IBEX a conseguir un diferencial de rentabilidad contra el Eurostoxx 50 del +8%, mientras que al acercarnos al referéndum catalán y los meses posteriores el diferencial ha caído hasta tal punto que ha llegado a ser negativo en un -2,7% justo después del 1 de octubre.



Y en paralelo a estos movimientos, el Bitcoin se ha convertido en el centro de atención del público, acumulando rentabilidades del +1400% -aunque había llegado al +1800% a mediados de diciembre- y generando un fuerte debate sobre la racionalidad de la inversión en cripto-monedas y la burbuja que se puede estar creando.

En cualquier caso, como cada fin de año, llega el momento de hacer balance de lo conseguido durante los últimos doce meses y plantearnos las preguntas cuyas respuestas deberán ser clave en la evolución de los mercados durante 2018:

- ¿Los bancos centrales van a cambiar de estrategia y tomar un enfoque mucho más restrictivo?
- ¿Hasta qué punto nos debe preocupar/asustar la renta fija?
- ¿Puede seguir subiendo la bolsa norte-americana dadas las valoraciones actuales?
- ¿Debemos incluir a las materias primas en nuestras carteras?

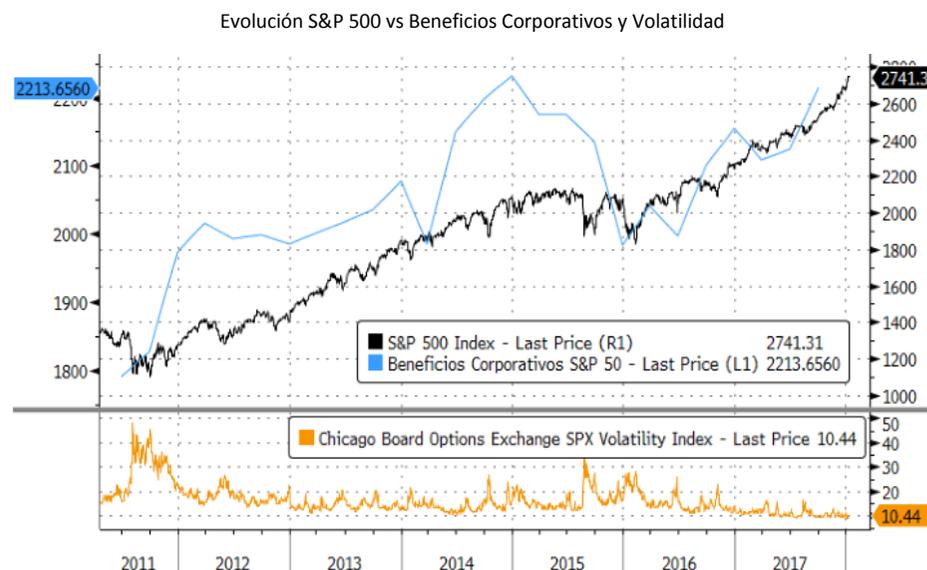
Macroeconomía

Las dos primeras preguntas tienen relación directa con el escenario que hemos estado viviendo en 2017 y cómo puede desenvolverse durante 2018.

La realidad es que el panorama económico que venimos de vivir este último año podría calificarse de ideal: la economía ha estado experimentado niveles substanciales –pero no demasiado altos- de crecimiento sincronizado en todo el mundo, tanto desarrollado como emergente, combinado con una ausencia clara de inflación y un fuerte aumento de beneficios corporativos.

Durante 2017 los inversores nos hemos visto sorprendidos por un entorno de tipos de interés por debajo de lo esperado: todos anticipábamos una subida de tipos de interés que, aunque la hemos visto a través de los tipos de intervención de la Fed, aún no ha generado minusvalías a los inversores en deuda. Todo lo más ha generado un aplanamiento de la curva de tipos que preocupa en cuanto puede llegarse a invertirse, lo que habitualmente es una clara señal de recesión.

Además, los riesgos políticos que veíamos para 2017 han acabado teniendo un resultado satisfactorio (elecciones holandesas y francesas) o el resultado negativo apenas ha tenido efectos económicos nocivos (*tapering* de la Fed).





Finalmente, los resultados corporativos, con una mejora del +15%, explican cerca del 90% del comportamiento de la bolsa, en un año en que la expansión de múltiplos (incremento de precios no acompañado de incrementos de beneficios, o incremento del PER) ha tenido un efecto negativo.

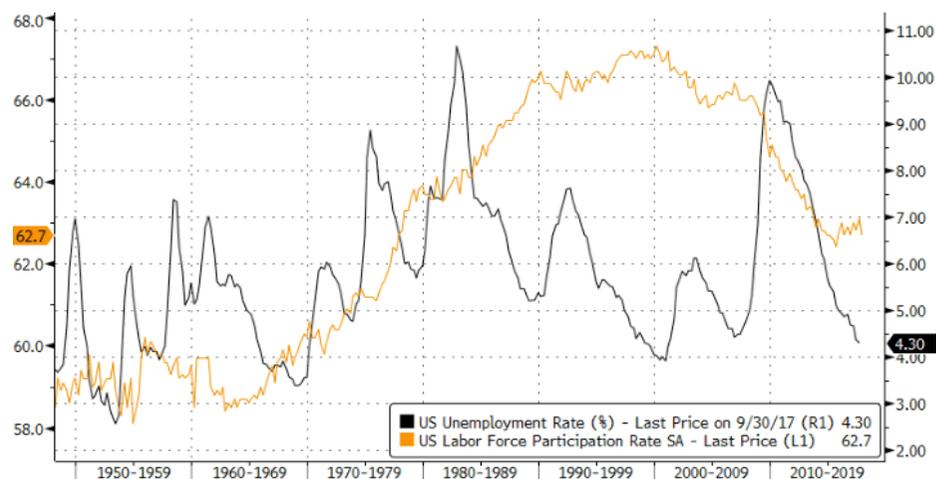
Para el futuro nos encontramos ante uno de los ciclos expansivos más largos de la historia de Estados Unidos, que se alarga ya más de ocho años. Pero los ciclos económicos no mueren de viejos, sino que se les acostumbra a “matar”. Dicho de otro modo, los ciclos expansivos mueren por la generación de restricciones monetarias (subidas importantes de tipos de interés), desequilibrios económicos, y/o los shocks externos.

El principal riesgo para 2018 es un repunte significativo de la inflación que motive una aceleración en las subidas de tipos de interés por parte de la Fed. O incluso una mala lectura de la economía por parte de la Fed que la lleve a subir tipos de interés de manera innecesaria, provocando una recesión. Dado el nivel de complacencia respecto a la inflación, este entorno podría implicar fuertes correcciones en los mercados, pero hasta el momento la Fed ha preferido ser más reactiva que proactiva en su actuación, por lo que el principal riesgo sería una aceleración de la inflación en un entorno en que los mercados están descontando que no va a producirse.

A favor de este escenario de continuación del 2017 tenemos un mercado laboral norte-americano que, a pesar de encontrarse prácticamente en pleno empleo desde hace meses, sigue sin generar inflación, lo que nos lleva a buscar una explicación a este fenómeno en la baja participación de los norteamericanos en el mercado laboral, donde la tasa de participación es del 62,7% frente al 66,4% que tenía antes del inicio de la última crisis. Dicho de otro modo, el mercado laboral norte-americano seguirá mejorando sin generar inflación en tanto que cualquier incremento de demanda de empleados puede compensarse con incrementos de la tasa de participación laboral en lugar de

incrementos salariales que se derivarían de una falta de oferta de mano de obra.

Evolución tasa de desempleo USA vs tasa de de participación en el mercado laboral



Para 2018 estimamos unos mercados al alza, con el apoyo de una economía norte-americana creciendo a una tasa entre el +2,1% (según Mike Wilson de Morgan Stanley) y el +3% (según David Kostin de Goldman Sachs y Ed Yardeni de Yardeni Research), y con el consenso de estrategias consultados a final de año por Barron's entre el +2,5% y el 3%.

En Estados Unidos, el índice *core* de precios de consumo, que excluye alimentación y energía, mostraba un incremento de precios de sólo el +1,7% en noviembre. En 2018 podría situarse entre el 2-2,5%, lo que no sería preocupante más allá del hecho que podría representar un cambio en la psicología del mercado, que podría despertar del sueño del mundo sin



inflación y provocar una reacción al alza en los tipos de interés y a la baja en los mercados bursátiles.

A diferencia de 2017, el sentimiento del inversor ya no es de escepticismo, sino de optimismo, lo cual es una señal de alerta en cuanto un incremento de inflación repentino podría sorprender a los inversores con la guardia baja y repercutir en fuertes incrementos de volatilidad en los mercados. Las predicciones de los analistas probablemente serán alcanzadas, pero difícilmente superadas como este año, lo que nos debe hacer pensar en ganancias bursátiles en línea con el incremento de beneficios.

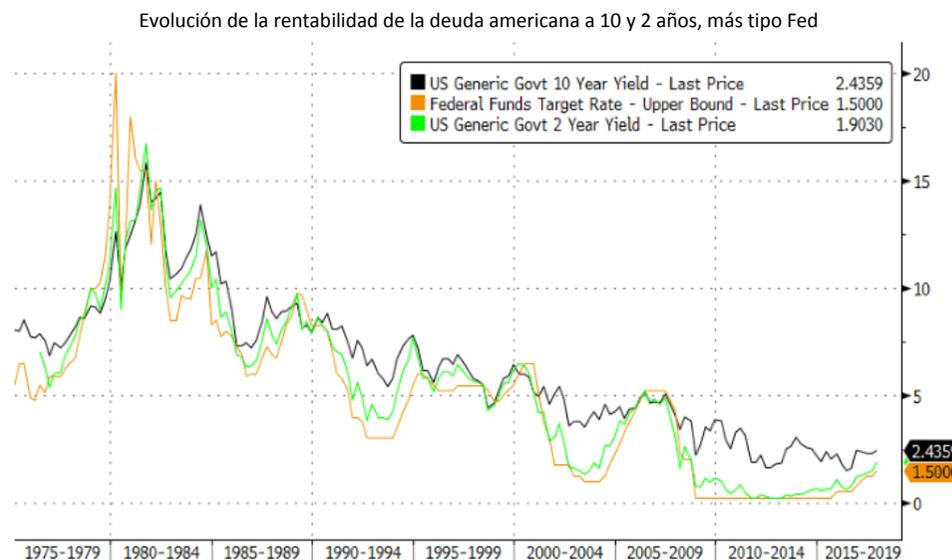
En el entorno político, la primera prueba de fuego la tendremos el 4 de marzo en Italia, con elecciones generales. En Estados Unidos el Partido Republicano tirará adelante la reforma fiscal, pero no está tan claro que eso les ayude en las próximas elecciones, lo que podría llevar a que la Cámara de Representantes cayera en manos del Partido Demócrata durante este 2018.

Renta Fija

La comprensión de los principios de funcionamiento de la renta fija no es algo tan extendido como muchos acostumbramos a asumir, generando gran cantidad de malentendidos e incluso sorpresas desagradables cuando el entorno de mercado cambia y los tipos de interés empiezan a subir. Una parte importante de la población entiende que tipos de interés más altos son una buena noticia para el inversor en renta fija, cuando en la realidad es justo al revés: *ceteris paribus*, los precios de los bonos guardan generalmente una relación inversa con los tipos de interés, con lo que si la rentabilidad del bono sube, su precio cae.

Tras un ciclo de caída de tipos de interés de más de 30 años, donde la rentabilidad de la deuda pública norte-americana ha pasado del 15,8% en

septiembre de 1981 al 1,5% en junio de 2016, pocos recuerdan las implicaciones de una fase alcista en los tipos de interés, más allá de lo que los libros de historia económica pueden explicar. Pero lo que genera pocas dudas es que, después que la Fed haya dado por acabado el *quantitative easing*, estamos entrando en un nuevo ciclo de alzas en los tipos de interés, con una subida de 25 puntos básicos en 2015, otra en 2016, y tres en 2017, que han llevado a elevar los tipos de intervención de la Fed del 0,25% al 1,5% actual.



En este entorno parece lógico que la segunda gran pregunta que todos los inversores deben hacerse es hasta qué punto nos debe preocupar la renta fija.

Y la respuesta no es ni fácil, ni directa.



Para empezar llevamos en fase de incrementos de tipos de interés prácticamente dos años -desde que la Fed hizo su primer movimiento en 2015- y los fondos de inversión de renta fija siguen proporcionando rentabilidades positivas. ¿Dónde está, pues esta relación inversa entre tipos y precios de la renta fija?

La respuesta a esta pregunta es sencilla: a pesar que la Fed ha elevado sus tipos de intervención, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se mantiene prácticamente inalterada: cerraba en diciembre de 2015 en el 2,3% y cierra 2017 en el 2,4%. Si hacemos zoom en el gráfico anterior sólo para estos dos últimos años veremos que sólo los tipos de interés a corto plazo han aumentado, con el incremento en tipos de la Fed por un lado del 0,25 al 1,5%, y el bono a 2 años pasando del 1,1% al 1,9%. Este hecho explica que los inversores en renta fija sigan consiguiendo rentabilidades positivas a pesar de las acciones de la Fed, pero también hace necesario un análisis de por qué los tipos a corto plazo suben y los tipos a largo plazo no.

Las variables que impulsan los tipos de interés en una u otra dirección son diferentes en el corto plazo y en el largo. La Reserva Federal norte-americana, y la mayor parte de bancos centrales, tradicionalmente han ejercido su política monetaria a través de los tipos de intervención, que utilizan para prestar o aceptar depósitos de los bancos en el corto plazo. Subir estos tipos de intervención tiene un efecto directo restando liquidez a la economía, de modo que se traslada directamente a los tipos de mercado a corto plazo (los bancos comerciales tienen que pagar un tipo mayor por la liquidez y lo compensan incrementando los tipos de interés que cobran a sus clientes).

Pero los tipos de intervención de la Fed tienen poco efecto en la rentabilidad de la deuda a largo plazo, a pesar de su fuerte correlación.

En la realidad, los tipos a largo plazo dependen del crecimiento económico y de la inflación, o dicho de otro modo del crecimiento nominal. La alta correlación entre los tipos a corto y los tipos a largo deriva del hecho que la Fed habitualmente sube tipos de interés para controlar la inflación, de modo que en los dos casos hay un movimiento al alza. Pero en esta ocasión sólo los tipos de interés a corto plazo están subiendo, simplemente porque aun no se ha producido el efecto inflacionario.

Así las cosas, ¿debemos preocuparnos por nuestras inversiones en renta fija?

De momento no.

Como decíamos, la ausencia de inflación y la capacidad de los Estados Unidos de seguir incrementando su fuerza laboral sin generar incrementos salariales deben permitir que la situación actual se alargara en el tiempo. La estrategia que ha estado aplicando la Fed hasta el momento es la de reducir los estímulos monetarios, pero de una manera pausada y que no genere shocks en los mercados.

Evolución de la rentabilidad de la deuda americana a 10 y 2 años, más tipo Fed





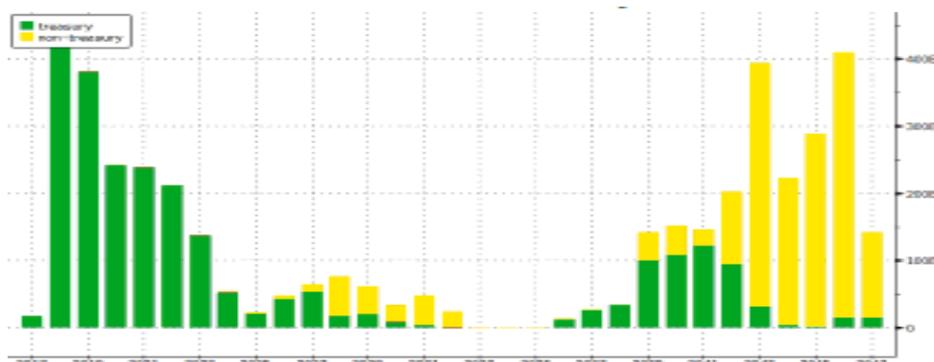
El objetivo, además de evitar una nueva crisis, está vinculado también con el elevado nivel de endeudamiento de las economías desarrolladas, con un % de deuda sobre el PIB del 103% en el caso de Estados Unidos, por lo que un entorno de tipos de interés controlados es clave para poner orden en las finanzas públicas después de la última crisis, y más ante las perspectivas, o riesgo, del nuevo plan fiscal del presidente Trump (menos impuestos = más deuda).

La manera de conseguirlo es utilizar con prudencia los tipos de intervención, y deshacer con aún más prudencia el programa de expansión cuantitativa. Decíamos antes que los tipos a largo plazo dependen principalmente del crecimiento económico y de la inflación, pero en este caso se puede aplicar la famosa frase *this time is different*. Hoy, uno de los factores con más influencia en los tipos de interés a largo plazo es la gestión que hace la Fed de su balance, en especial de sus posiciones en deuda pública.

Nuestro pronóstico es que la Reserva Federal va a ser muy prudente en la reducción de su balance, que hoy día asciende al 38% del volumen de los principales poseedores de deuda americana. Teniendo en cuenta el vencimiento de su cartera, con un gran peso de vencimientos a corto plazo, estimamos que la Fed va a seguir siendo activa comprando bonos que emita el Tesoro, simplemente para mantener el tamaño de su balance, con lo que garantiza precios elevados en el futuro y por lo tanto tipos estables.

Esta situación está generando cierta intranquilidad en los mercados en cuanto está generando un movimiento en la curva de tipos de interés conocido como bear flattener, donde los tipos a corto plazo suben más rápidamente que los tipos a largo plazo. El manual del inversor dice que una curva de tipos de interés invertida -tipos a corto mayores que los tipos a largo- es signo inequívoco de la inminencia de una crisis, y a lo largo del año nos hemos ido acercado cada vez más a esta situación.

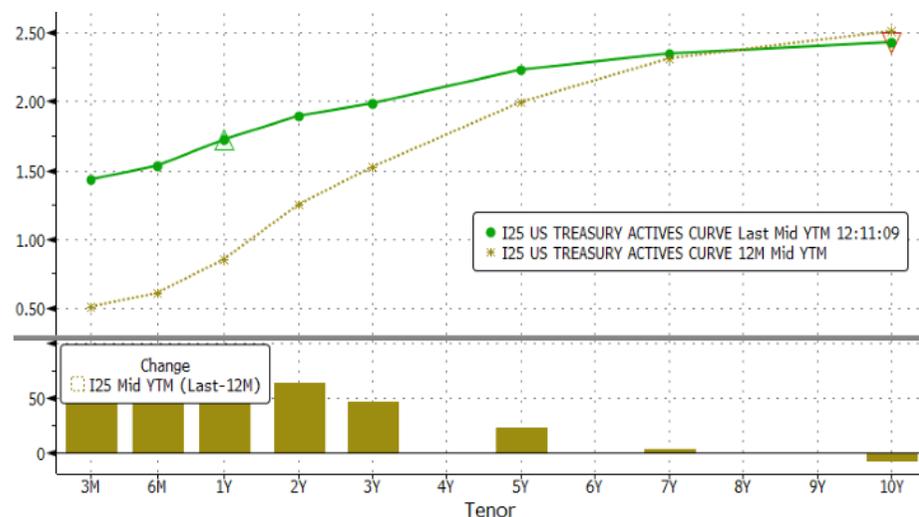
Distribución de vencimientos del balance de la Fed



Una vez más, debemos decir que –y esperamos no equivocarnos- *this time is different* en el sentido que la parte larga de la curva se mantiene en rentabilidades tan bajas por el efecto del tamaño del balance de la Reserva Federal, cuya gestión es un instrumento de política monetaria que no se había utilizado nunca hasta ahora. Igualmente, tampoco pensamos que se llegue a producir una inversión de la curva. El consenso de estrategias consultados cada año por Barron's estima que durante 2018 veremos como el Treasury, la deuda norte-americana a 10 años, aumentará su rentabilidad hasta el 2,7%-3,1%, entre 25 y 60 puntos básicos por encima del cierre actual, lo que podría implicar caídas de precios de hasta el -5%. La única excepción a este consenso proviene de Mike Wilson de Morgan Stanley, que estima una caída de rentabilidades del Treasury hasta el 1,95%.



Variación de la pendiente de la curva norte-americana



En Europa, el Banco Central Europeo ha respondido a las expectativas de los inversores recortando el programa de compras de renta fija desde 80.000 millones al mes a 60.000 millones al mes, alargando el vencimiento del programa de compras hasta septiembre de 2018.

El razonamiento tras esta medida se basa en la imposibilidad de mantener el actual ritmo de compras sin sobrepasar los límites de concentración de deuda soberana de ningún país miembro, hecho que explica que la medida fuera ampliamente anticipada por el mercado. Pero la incertidumbre sigue fijada en cuáles van a ser los próximos pasos del BCE para conseguir reducir o al menos dejar de aumentar su balance, reducir el lastre que supone para el sector financiero los tipos de depósito negativos, y estimular la inflación.

En cuanto a la tasa de inflación europea, sigue en niveles mínimos, pero supera la rentabilidad de la mayor parte de los bonos de grado de inversión (rating superior a BBB). Este hecho implica que los tipos de interés reales siguen siendo negativos. Un claro ejemplo de esta situación lo tenemos en España, donde la inflación ha alcanzado el +1,2% mientras la rentabilidad del bono a cinco años se sitúa a final de año en el 0,37%, la del bono a diez años en el 1,57% y el Euribor a 12 meses en el -0,18%.

Finalmente, a nivel de los países periféricos, destaca el buen comportamiento de la deuda portuguesa, que ha conseguido situarse en ratings de inversión para las agencias Fitch y Standard & Poor's, y rating Ba1 con *outlook* positivo en Moody's, reduciendo su rentabilidad durante este año en 185 puntos básicos y situándose con una TIR de inversión por debajo de la italiana. Esta ganancia sólo es superada por la deuda griega, que durante 2017 ha recortado su rentabilidad en 290 puntos básicos, pasando de un máximo de 7,6% a 10 años al actual 4%.

Toda esta situación deja un escenario lleno de sombras para 2018, con un crecimiento esperado en Europa alrededor del +2,2% pero con dudas sobre la inflación que se puede generar por presiones salariales e incremento de coste de materias primas. De esta situación se deberían derivar incrementos en la rentabilidad de los bonos, lo que nos lleva a recomendar una estrategia de duraciones cortas o incluso negativas, aumentando la recomendación de compra de bonos flotantes vinculados a los tipos de interés.

Otra clase de activos interesantes en este contexto son los bonos ligados a la inflación, cuyos cupones aumentan en el caso de aumentos en la lectura de la inflación. Sin embargo, este tipo de estrategia sólo tiene sentido para inversores institucionales como los fondos de inversión, puesto que estos bonos implican también un componente de duración importante que sólo se puede reducir a través de la venta de futuros sobre el bono.



Finalmente, también consideramos que hay valor en los bonos high yield y en la renta fija emergente, por su prima respecto la deuda pública europea y la previsión que en un entorno de crecimiento los spreads se mantengan o incluso sigan estrechando.

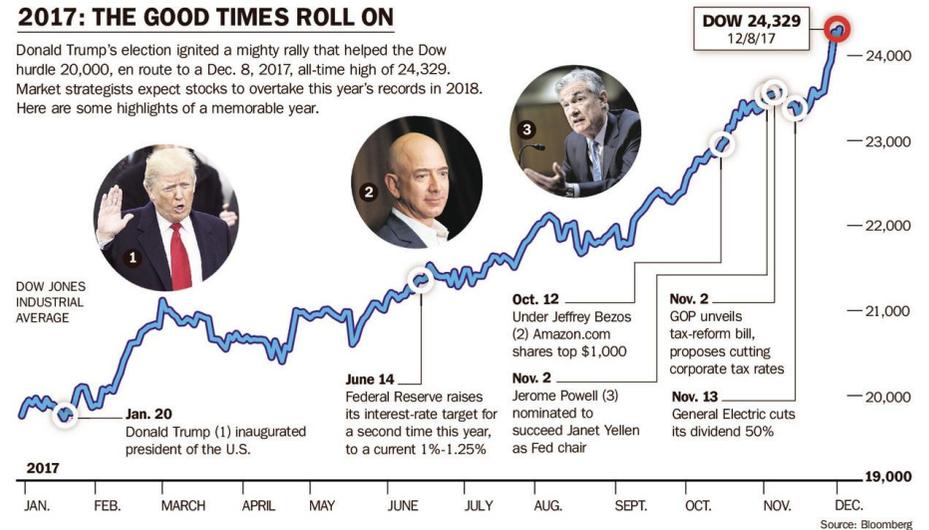
Tabla de rentabilidad (Ytd) de la deuda pública mundial (10 años)

| Country | RMI | Security | Price | Chg | Yld | Chg | Yld | Low | Range | High | YTD Chg |
|------------------------|-----|----------------|----------|--------|--------|------|-----|-------|-------|-------|---------|
| Avg Now | | | | | | | | | | | |
| 1) Americas | | | | | | | | | | | |
| 10) United States | | T 2 1/4 11/27 | 98-20+ | + 00 | 2.405 | +0.0 | | 2.039 | 2.626 | 2.626 | -3.9 |
| 11) Canada | | CAN1 06/01/27 | 91.152 | +0.000 | 2.038 | +0.0 | | 1.389 | 2.130 | 2.130 | +32.4 |
| 12) Brazil (USD) | | BRAZIL4 5/8 28 | 100.840 | +0.000 | 4.518 | +0.0 | | 4.217 | 5.433 | 5.433 | -91.5 |
| 13) Argentina (USD) | | ARGENT7 1/2 26 | 113.750 | +0.000 | 5.420 | +0.0 | | 5.354 | 7.008 | 7.008 | -126.1 |
| 14) Mexico (USD) | | MEX4.15 03/27 | 104.070 | +0.000 | 3.627 | +0.0 | | 3.332 | 4.236 | 4.236 | -54.0 |
| 2) EMEA | | | | | | | | | | | |
| 20) United Kingdom | | UKT4 1/4 12/27 | 128.608 | +0.000 | 1.187 | +0.0 | | .923 | 1.511 | 1.511 | -4.4 |
| 21) France | | FRTR 0 3/4 28 | 99.758c | | 0.774 | | | .579 | 1.133 | 1.133 | +9.7 |
| 22) Germany | | DBR0 1/2 08/27 | 100.757c | | 0.419 | | | .153 | .597 | .597 | +22.0 |
| 23) Italy | | BTPS 2.05 27 | 100.556c | | 1.995 | | | 1.641 | 2.358 | 2.358 | +18.7 |
| 24) Spain | | SPGB 1.45 27 | 99.106c | | 1.548 | | | 1.323 | 1.878 | 1.878 | +17.3 |
| 25) Portugal | | PGB4 1/8 04/27 | 118.993c | | 1.874 | | | 1.718 | 4.232 | 4.232 | -185.5 |
| 26) Sweden | | SGB0 3/4 05/28 | 99.946c | | 0.755 | | | .358 | .922 | .922 | +22.5 |
| 27) Netherlands | | NETHER0 3/4 27 | 102.168c | | 0.516 | | | .322 | .762 | .762 | +17.3 |
| 28) Switzerland | | SWISS 3 1/4 27 | 133.143 | +0.000 | -0.208 | +0.0 | | -.291 | .001 | .001 | +5.3 |
| 29) Greece | | GGB3 3/4 01/28 | 97.721c | | 4.030 | | | 3.872 | 7.653 | 7.653 | -290.3 |
| 3) Asia/Pacific | | | | | | | | | | | |
| 30) Japan | | JGB 0.1 12/27 | 100.614c | | 0.038 | | | -.019 | .102 | .102 | -.3 |
| 31) Australia | | ACGB 2 3/4 27 | 101.067c | +0.308 | 2.626 | -3.6 | | 2.351 | 2.973 | 2.973 | -13.6 |
| 32) New Zealand | | NZGB 4 1/2 27 | 114.644c | +0.129 | 2.704 | -1.5 | | 2.680 | 3.391 | 3.391 | -60.3 |
| 33) South Korea | | KTB2 3/8 12/27 | 99.373c | | 2.460 | | | 2.038 | 2.596 | 2.596 | +39.7 |
| 34) China | | CGB3.82 11/27 | 99.683c | | 3.859 | | | 3.072 | 3.983 | 3.983 | +85.5 |

sentimiento de prudencia e incluso de escepticismo en las previsiones de los analistas, que tal vez hayan sido más negativos de lo necesario ante la sensación que el mercado 'estaba caro'. Una vez hemos cerrado 2017 con nuevos récord de rentabilidades debemos volver a la tercera gran pregunta que anunciábamos: ¿hay recorrido al alza en la bolsa norte-americana?

2017: THE GOOD TIMES ROLL ON

Donald Trump's election ignited a mighty rally that helped the Dow hurdle 20,000, en route to a Dec. 8, 2017, all-time high of 24,329. Market strategists expect stocks to overtake this year's records in 2018. Here are some highlights of a memorable year.



Renta Variable

La mayor sorpresa de este 2017 ha sido sin lugar a dudas la incesante cadena de sorpresas positivas en los beneficios corporativos, seguida por un flujo constante de revisiones al alza. La base para esta situación ha sido un

Dado el entorno de crecimiento global sincronizado en las principales economías mundiales, y el incremento de beneficios corporativos, 2018 debería también ser un buen año para la bolsa. El consenso de incremento de beneficios de los 10 estrategias de inversión consultados por Barron's al final de cada año muestra una expectativa de ganancias del +7% para el S&P 500, en línea con las expectativas de crecimiento de beneficios empresariales. Los principales riesgos que consideran son que los valores pueden considerarse



caros, la expectativa de subida de tipos de interés y la reforma fiscal, pero en cualquier caso piensan que si los beneficios corporativos evolucionan según lo previsto, y la subida de tipos de interés por parte de la Fed se ejecuta de un modo controlado, existe margen para ganancias en bolsa.

Este mismo grupo de estrategias estima un incremento de beneficios para el S&P 500 desde los \$131,45 hasta los \$145, gracias a la rebaja impositiva y el crecimiento global. Pendientes de la ejecución final de la reforma fiscal, el incremento de beneficios que podría implicar se mueve entre los \$7 y \$14 por acción. Los analistas, en cambio, son aún más positivos y estiman un incremento de beneficios hasta los \$146,2 sin contar con el efecto fiscal.

Por otro lado, no existe consenso sobre si una hipotética expansión de múltiplos (aumento del ratio precios/beneficios, o P/E) va a contribuir a la rentabilidad del índice, después que durante 2017 el ratio P/E haya pasado de 17,1x a 18x.

En cuanto a sus sectores favoritos para este grupo de estrategias, este año el sector financiero repite como uno de los más atractivos (en 2017 también fue así y acumuló ganancias del +20%). Tras esta visión está la expectativa que mayores tipos de interés, menores impuestos y menos regulación favorecerán los resultados de la banca norte-americana, que actualmente cotiza con un P/E por debajo del índice (15 veces beneficios). Por el contrario, los sectores con peores perspectivas son *consumer staples*, *utilites*, y *real estate*, dada su sensibilidad negativa a los tipos de interés. Finalmente, el sector de mejor comportamiento en 2017, el tecnológico, tiene una valoración neutral basada en un P/E elevado de 17,7x, riesgo regulatorio al alza, y en el lado positivo un buen ritmo de crecimiento de beneficios.

Fuera de Estados Unidos, hay que tener en cuenta que –en términos de divisa constante- existen mercados cuyo comportamiento ha superado el de la bolsa norte-americana, y la capacidad de sus empresas de incrementar beneficios

supera la de las empresas norte-americanas en tanto que sus economías se encuentran en puntos del ciclo de recuperación anteriores, y por lo tanto el incremento de beneficios que han tenido hasta el momento es mucho menor que el de sus contrapartidas norte-americanas.

Medido en euros, el S&P 500 se ha apreciado un +4,8% (+6,9% si añadimos dividendos) en 2017, frente a un +12,5% (con dividendos) del índice DAX alemán y un +13,6% (+16,9% con dividendos) del MIB italiano. La bolsa española “sólo” acumula ganancias del +7,4% (+11,3% con dividendos) por el efecto de la incertidumbre política derivada del desafío soberanista catalán, cuando a finales de agosto el Ibex 35 acumulaba una rentabilidad de 8 puntos por encima del DAX. Japón cierra con una ganancia del +8,3% en euros (+10,3% con dividendos), y finalmente los mercados emergentes acumulan una rentabilidad, en su conjunto, del +17,9% (+20,6% con dividendos) medido en euros.

Tabla de rentabilidad (2017) de los principales índices de bolsa

| 1) Americas | 2Day | Value | Net Chg | %Chg | Time | P/E | DvYld | %52wk | %52wkCur |
|-------------------|------|------------|---------|--------|---------|--------|-------|---------|----------|
| 11) DOW JONES | | 24719.22 | -118.29 | -0.48% | 12/29 c | 20.77 | 2.11 | +25.08% | +9.31% |
| 12) S&P 500 | | 2673.61 d | -13.93 | -0.52% | 12/29 c | 22.45 | 1.89 | +19.42% | +4.36% |
| 13) NASDAQ | | 6903.39 | -46.77 | -0.67% | 12/29 c | 60.81 | 1.11 | +28.24% | +12.07% |
| 14) S&P/TSX Comp | | 16209.13 d | -12.82 | -0.08% | 12/29 c | 19.69 | 2.74 | +6.03% | -0.48% |
| 15) S&P/BMV IPC | | 49354.42 d | +492.47 | +1.01% | 12/29 c | 19.55 | 2.27 | +8.13% | -0.37% |
| 16) IBOVESPA | | 76402.08 d | +329.54 | +0.43% | 12/28 c | 18.90 | 2.58 | +26.86% | +8.89% |
| 2) EMEA | | | | | | | | | |
| 21) Euro Stoxx 50 | | 3503.96 d | -20.35 | -0.58% | 12/29 c | 18.25 | 3.34 | +6.49% | +6.49% |
| 22) FTSE 100 | | 7687.77 d | +64.89 | +0.85% | 12/29 c | 22.95 | 4.02 | +7.63% | +3.63% |
| 23) CAC 40 | | 5312.56 d | -26.86 | -0.50% | 12/29 c | 18.26 | 3.10 | +9.26% | +9.26% |
| 24) DAX | | 12917.64 d | -62.30 | -0.48% | 12/29 c | 19.00 | 2.53 | +12.51% | +12.51% |
| 25) IBEX 35 | | 10043.90 d | -49.20 | -0.49% | 12/29 c | 15.11 | 3.96 | +7.40% | +7.40% |
| 26) FTSE MIB | | 21853.34 d | -267.61 | -1.21% | 12/29 c | 315.79 | 3.05 | +13.61% | +13.61% |
| 27) OMX STKH30 | | 1576.94 | -11.57 | -0.73% | 12/29 c | 16.64 | 3.62 | +3.94% | +1.24% |
| 28) SWISS MKT | | 9381.87 d | -23.93 | -0.25% | 12/29 c | 24.57 | 3.17 | +14.14% | +4.73% |
| 3) Asia/Pacific | | | | | | | | | |
| 31) NIKKEI | | 22764.94 d | -19.04 | -0.08% | 12/29 c | 19.52 | 1.62 | +19.10% | +7.64% |
| 32) HANG SENG | | 29919.15 d | +55.44 | +0.19% | 12/29 c | 13.92 | 3.42 | +35.99% | +17.95% |
| 33) CSI 300 | | 4030.85 d | +11.96 | +0.30% | 12/29 c | 16.52 | 1.78 | +21.78% | +13.76% |
| 34) S&P/ASX 200 | | 6065.13 | -23.01 | -0.38% | 12/29 c | 18.07 | 4.18 | +7.05% | +1.16% |



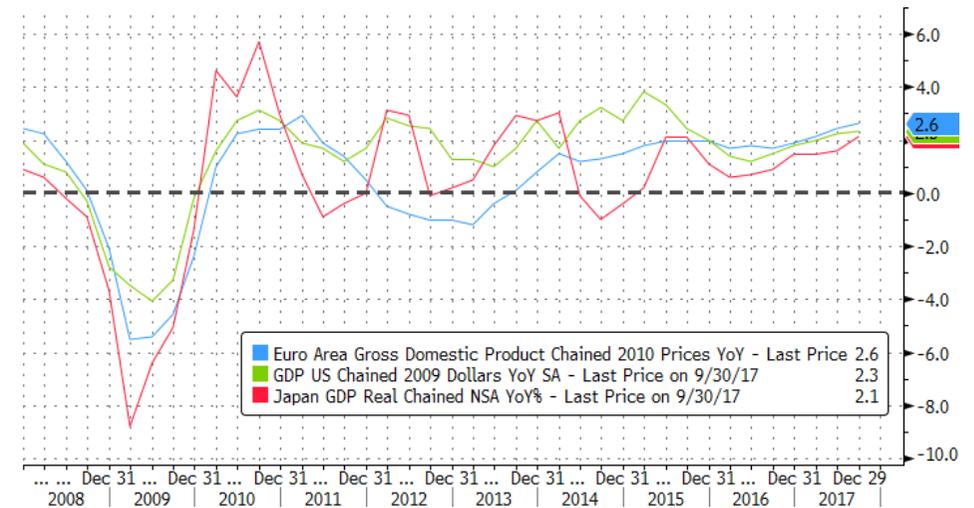
Destaca también en 2017 el buen comportamiento de las compañías de estilo growth respecto las value, y de las compañías de sectores más cíclicos respecto las más defensivas, mucho más sensibles a las perspectivas de los tipos de interés. En especial, las compañías del sector tecnológico, y concretamente las FANG (Facebook +34,6%, Amazon.com +36,8%, Netflix +36% y Google +16,6%) destacan por su buen comportamiento basado en la expansión de múltiplos (incremento de valoración más rápido que el incremento de beneficios, o incremento del P/E). En este tipo de compañías nuestra aproximación es de extrema cautela puesto que, aunque las tecnologías que están desarrollando son claramente disruptivas, actualmente cotizan a múltiplos de valoración muy exigentes.

El periodo que estamos viviendo representa una de las fases risk-on más largas de la historia, pero creemos que a pesar del tirón de los últimos meses los mercados de renta variable siguen teniendo recorrido y nuestra visión sigue siendo constructiva en activos de riesgo. Los fundamentales siguen soportando los mercados de renta variable, en especial la apuesta por los sectores más cíclicos. No obstante, el nivel de volatilidad no será el mismo que hemos vivido en 2017 y es probable que durante 2018 experimentemos correcciones significativas que después deberían corregirse.

Para 2018 seguimos sobre-ponderando Europa y Japón frente a Estados Unidos, basándonos principalmente en las diferencias entre las tres zonas en cuanto a la fase del ciclo en que se encuentran. Estados Unidos podría haber completado el 60-65% de la fase de recuperación (que inició en 2009), mientras Europa sólo genera crecimiento positivo desde 2013 y Japón desde 2015 (y persiste como único país desarrollado con un programa de expansión monetaria en marcha). En cuanto a los mercados emergentes, el hecho que sea esta zona donde se está produciendo la mayor parte del crecimiento mundial nos obliga a mantener un posicionamiento importante en esta área,

especialmente mientras se mantenga la debilidad del dólar de la que son los principales beneficiarios.

Evolución del crecimiento del PIB (UE, USA, Japón)



Divisas y Materias Primas

La evolución del tipo de cambio euro-dólar durante 2017 se ha caracterizado por una serie de fases muy diferenciadas: cierta estabilidad durante el primer trimestre del año, una fuerte depreciación del dólar desde abril hasta agosto (pasando de 1,06\$/€ a 1,2\$/€), y una fase más estable durante la última parte



del año, bajando primero hasta 1,16\$/€ y después volviendo al nivel de 1,20\$/€.

Evolución tipo de cambio EUR-USD



Durante esta fase ha sido interesante la ruptura de la relación entre el tipo de cambio euro-dólar y la relación entre el tipo de interés de la deuda americana vs la europea a dos años.

Tradicionalmente, esta relación a largo plazo se ha mantenido con mucha solidez, sobretodo en base al sentido común que supone que la moneda cuya deuda ofrece la rentabilidad más alta a corto plazo tiende a apreciarse respecto la que ofrece la rentabilidad más baja. Durante 2017 hemos sido testigos de cómo la rentabilidad de la deuda americana a dos años subía del 1,19% al 1,88% y mientras que la europea subía sólo del -0,77% al -0,63%.

En contra de lo que sería intuitivo, y la tendencia a largo plazo, el dólar se ha depreciado un -12,4%. Dicho de otro modo, los inversores han vendido deuda americana al 1,88% para comprar deuda europea con rentabilidad negativa del -0,63%. Incluso teniendo en cuenta la diferencia de inflación entre las dos zonas, calculando el diferencial de tipos de interés reales en lugar de nominales, la rentabilidad real de la deuda americana a dos años es del -0,4% mientras que la europea es del -2%, y con una relación que ha empeorado durante 2017 en Europa, en términos de rentabilidad.

La única explicación a esta situación la podemos encontrar en que existe una gran diferencia entre la situación actual y las perspectivas de los inversores. El diferente grado de madurez en el ciclo de crecimiento americano y europeo, y las perspectivas de subidas de tipos de interés pasadas y futuras, están detrás de la evolución que está teniendo el tipo de cambio euro-dólar.

Diferencial Bono Alemán y USA (2 años) vs tipo de cambio EUR-USD





Estados Unidos se encuentra en una fase de crecimiento positivo continuado que se alarga ya 8 años, y que se puede considerar una de las fases expansivas más largas de su historia. El plan fiscal que pretende aplicar Donald Trump podría ser el último impulso de crecimiento que vivirá antes de empezar a ralentizarse, mientras la Reserva Federal está finalmente poniendo fin a la expansión monetaria y subiendo tipos de interés de manera cada vez más rápida. Mientras tanto, Europa sólo lleva cuatro años con crecimiento positivo continuado y el BCE aun se encuentra en fase de reducir un QE que de momento sigue vigente hasta septiembre de 2018.

El tipo de cambio actual entre el dólar y el euro podría explicarse por las diferentes expectativas para el futuro: la Reserva Federal tiene poco margen para subidas de tipos de interés después de todo el camino que ya ha hecho, y teniendo en cuenta los riesgos que acabe generando una inversión de la curva de tipos de interés, que en nuestra opinión intentarán evitar a toda costa. Tienen otros instrumentos de actuación disponibles a través de la reducción de su balance, pero este tipo de medidas influye más en el tipo de interés a largo plazo que en el corto plazo, por lo que su influencia en el tipo de cambio es limitada. Así pues, el recorrido al alza de los tipos de interés a corto plazo está limitado a las tres subidas de 25 puntos básicos que puede haber en 2018.

En cambio, en Europa existe mucho más camino a andar en cuanto a subidas de tipos de interés en el corto plazo, empezando por una normalización de los tipos de depósito del BCE, actualmente del -0,4%. Esta mayor capacidad de subir tipos de interés, junto con una filosofía más restrictiva en el Banco Central Europeo que en la Fed, serían las razones que explicarían que los inversores estén dando preferencia al euro frente al dólar, y el hecho que esta situación esté lejos de haberse corregido nos hace seguir manteniendo coberturas de divisas en gran parte de la cartera en dólares.

En cuanto al resto de divisas, durante 2017 el yen se ha depreciado un 10% respecto al euro, explicándose este movimiento en gran parte por el mantenimiento de la política monetaria expansiva del Banco de Japón, que a diferencia del BCE no ha empezado a frenar su programa de QE. Para 2018 no prevemos cambios en las estrategias de ninguno de los dos bancos centrales, por lo que seguimos prefiriendo cubrir el riesgo de divisa de nuestras posiciones en yenes.

Durante 2017 también hemos sido testigos de una continuación del proceso de depreciación de la libra esterlina, de cerca del 4%, a pesar de una subida de tipos de interés de 25 puntos básicos el pasado mes de noviembre. Aquí el principal factor explicativo es la falta de confianza en la capacidad de la economía británica de seguir creciendo en el nuevo escenario de Brexit.

Evolución tipo de cambio EUR vs USD,JPY,GBP y CHF





En el caso británico, el entorno a gestionar por su gobierno y el Banco de Inglaterra incorpora la paradoja de gestionar una economía que se está debilitando (crecimiento del +1,9% en 2017 frente al 2,3% en 2015 y el 3,1% en 2014), que aguanta gracias al recurso del ahorro para mantener niveles de consumo, y con una moneda que sigue debilitándose y que por tanto genera inflación en la economía doméstica al encarecer los productos importados. El dilema del Banco de Inglaterra es decidir si debe bajar tipos de interés para activar la economía o subirlos para fortalecer su divisa y así poner freno a la inflación. Y obviamente, no hay una solución fácil.

En cuanto a las materias primas energéticas, 2017 ha sido un año de ajuste en el mercado del petróleo, donde el Brent ha conseguido apreciarse un +17,7% y el West Texas un +12,5%. Estas revalorizaciones se han conseguido después de que en 2016 se haya conseguido finalmente alcanzar un equilibrio entre oferta y demanda, y durante 2017 se hayan normalizado los niveles de inventarios de la OCDE.

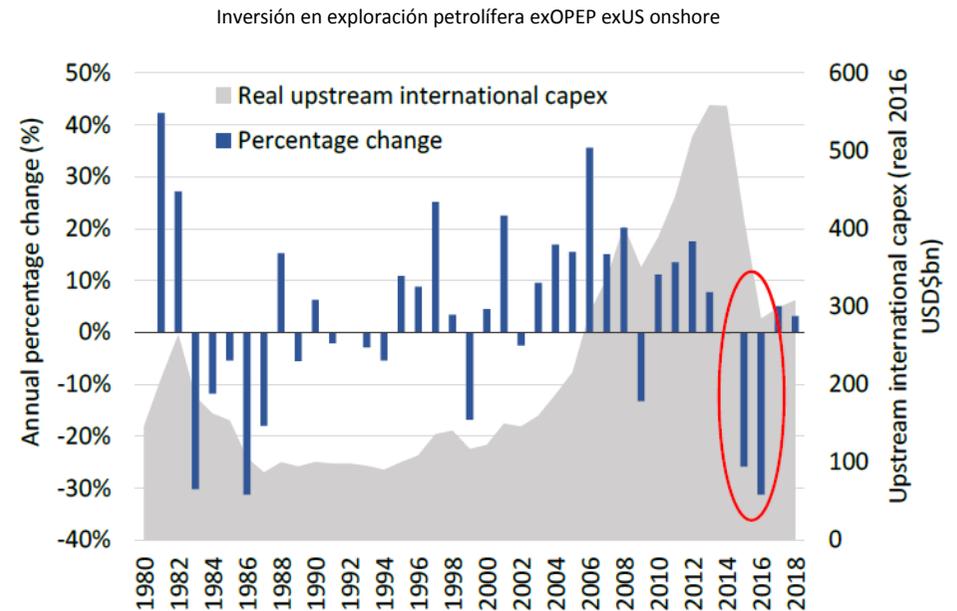
Este objetivo se ha cumplido gracias a los recortes de producción acordados por la OPEP, que se han aplicado de manera rigurosa, y que han más que compensado el incremento de oferta proveniente de los Estados Unidos.

Finalmente, también ha ayudado el fuerte incremento de demanda derivada de la sincronización del crecimiento económico global, que alcanza los 1,5 millones de barriles al día frente a los 0,2 millones de incremento de 2016. De esta nueva demanda, 1,1 millones de barriles al día corresponden a países emergentes, de los cuales 0,5 millones provienen de China, mientras los otros 0,4 provienen de los países de la OCDE.

Para 2018 se espera que la contención de la oferta continúe gracias a los recortes de producción de la OPEP, cuyo objetivo es encontrar un punto de equilibrio que establezca sus finanzas a la vez que permita un incremento de oferta controlado por parte de Estados Unidos. La producción estadounidense

debería aumentar entorno a los 1,1 millones de barriles al día, pero a la vez los costes de producción deberían aumentar por los cuellos de botella en la oferta de compañías de *oil services*. Finalmente, fuera de la OPEP la producción debería caer por la falta de inversiones de estos últimos años.

Por la parte de la demanda, la fortaleza de la economía mundial debería seguir presionando al alza los precios, que dada la caída de oferta fuera de la OPEP y Estados Unidos deberían ofrecer rentabilidades positivas para el petróleo.



En cuanto al resto de materias primas, las más ligadas al ciclo y más vinculadas a la recuperación económica han sido las de mejor comportamiento. Además del petróleo ya comentado, los *base metals* han

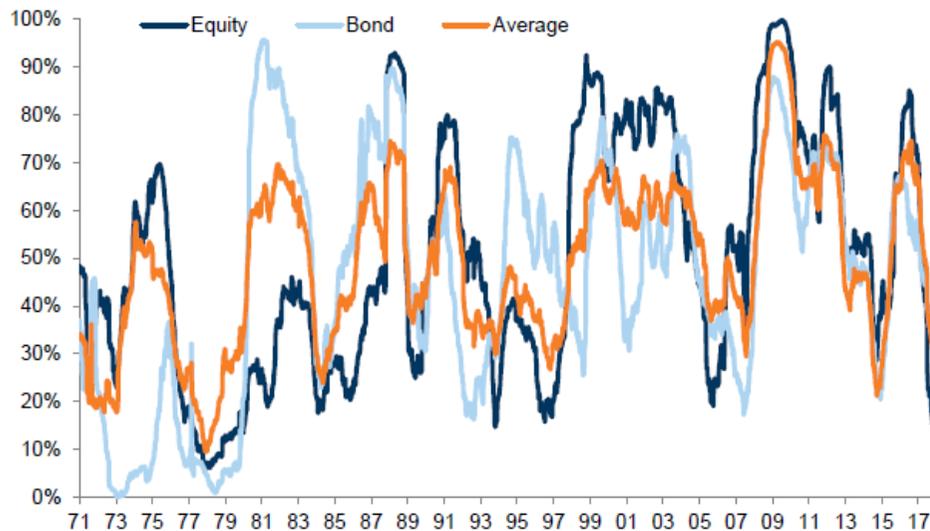


conseguido revalorizaciones del +27% de promedio, mientras los *soft commodities* (agrícolas) han obtenido una rentabilidad promedio negativa del -12,5%, con rentabilidades negativas en todos los activos menos el precio del cerdo, que se ha apreciado un +11,8%.

Asset Allocation

Nuestro escenario central para 2018 sigue siendo optimista, a pesar de un empeoramiento de las perspectivas respecto las condiciones que han experimentado los mercados en 2017.

Volatilidad por clase de activos



Y es que peor no significa negativo, y más si lo comparamos con las cifras macro-económicas de 2017, que han superado ampliamente nuestras expectativas.

Para 2017 anticipábamos algo más de inflación, y por tanto políticas monetarias más restrictivas que habrían implicado subidas de tipos de interés y mayor volatilidad en los mercados. Si en 2017 finalmente no hemos sido testigos de ese repunte de precios, 2018 puede ser finalmente el año en que algo de inflación se convierta en una realidad. Esto nos puede llevar a un escenario como el que teníamos previsto para 2017, con ganancias más moderadas en renta variables y un incremento substancial del riesgo en renta fija, muy susceptible a subidas de tipos de interés. Este escenario, como decíamos, no es negativo, sino más moderado que el que hemos estado viviendo en 2017, siempre y cuando la inflación se mantenga bajo control y las subidas de tipos de interés sean moderadas. Pero mientras estos cambios sean moderados, no deberían enturbiar un escenario de crecimiento sincronizado a nivel global, y por lo tanto un entorno propicio para los inversores dispuestos a asumir riesgos.

En renta fija, nuestro posicionamiento es negativo en deuda pública, dada la expectativa de incremento de tipos de interés y las bajas rentabilidades que actualmente ofrecen los bonos. Aunque los tipos de interés se mantuvieran estables, las rentabilidades que actualmente ofrece la deuda pública no compensan los riesgos asumidos.

Fuera de la deuda pública hay capacidad de generar rentabilidades positivas en otras subclases de este activo. Las perspectivas son positivas en bonos cuya rentabilidad está vinculada con la inflación, particularmente en los forward de inflación de cinco años dentro de cinco años. En high yield no se espera un mayor estrechamiento de *spreads*, pero el *carry*, la TIR de estos



activos, sigue siendo atractiva en un entorno económico positivo, y más en Europa donde las empresas muestran un nivel de apalancamiento moderado.

Lo mismo puede decirse de subclases mucho más concretas, como la deuda subordinada bancaria, que ofrece rentabilidades elevadas en un entorno donde la normativa obliga a las entidades financieras a incrementar su solidez financiera mediante la emisión de títulos de este tipo, añadiendo liquidez a un mercado que está limitado a inversores institucionales y fondos de inversión.

En renta variable nos mantenemos sobre-ponderados, aunque asumimos la probabilidad de alguna corrección significativa este 2018. Sin embargo, no consideramos que pueda iniciarse un mercado bajista, por lo que las correcciones vendrán acompañadas de posteriores recuperaciones. Eso sí, los inversores que busquen obtener rentabilidades de este tipo deben empezar a asumir que la volatilidad será muy superior a la que hemos experimentado este año 2017.

En cualquier entorno, la diversificación es clave en la gestión de carteras, pero la situación actual hace que las tradicionales estrategias de renta fija-renta variable sean complicadas, puesto que el QE de estos últimos años ha generado una sincronización entre ambas clases de activos. Nuestra estrategia para 2018 sigue manteniendo una exposición neutra a renta variable, favoreciendo Europa y Japón, pero hemos reducido el peso en la renta fija tradicional para añadir estrategias alternativas como la compra de préstamos a empresas, fondos *market neutral*, y ciertas estrategias con *hedge funds*.

| RENTA VARIABLE | ● ● ● ○ ○ | RENTA FIJA | ● ● ○ ○ ○ |
|------------------|-----------|-----------------|-----------|
| RV Norte-América | ● ● ○ ○ ○ | Deuda USA | ● ○ ○ ○ ○ |
| RV Europa | ● ● ● ● ○ | Deuda Euro | ● ○ ○ ○ ○ |
| RV Japón | ● ● ● ● ○ | RF Privada IG | ● ● ○ ○ ○ |
| RV Emergente | ● ● ● ○ ○ | RF Privada HY | ● ● ● ○ ○ |
| USD | ● ● ○ ○ ○ | Deuda Emergente | ● ● ● ○ ○ |

Fuentes: Bloomberg, Barron's, HSBC, Goldman Sachs, Guinness AM, JP Morgan