



ANÁLISIS

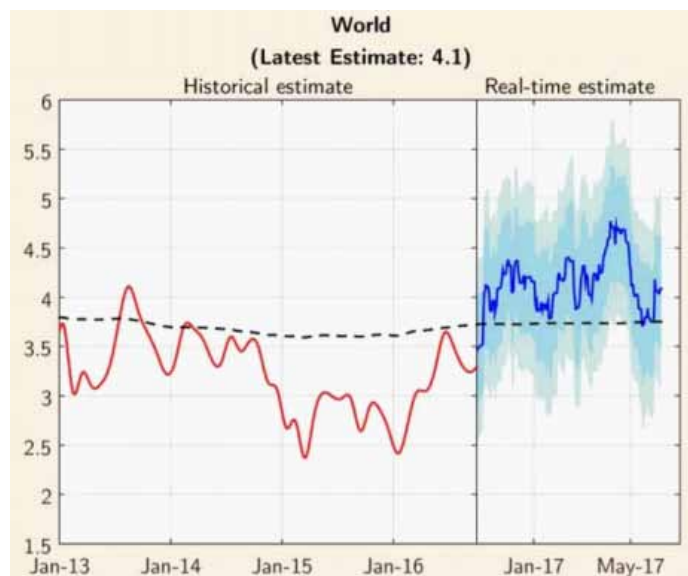
de mercado

PRIMER SEMESTRE 2017



ENFOQUE GENERAL

El primer semestre del año ha estado marcado por las fuertes revalorizaciones de los principales índices bursátiles. En el caso del Ibex35 cerró el año en 9.352,10 puntos y ha conseguido llegar a los 10.444,50 puntos protagonizando uno de los mejores comienzos de año. A nivel agregado los datos económicos son esperanzadores afianzándose la recuperación económica como muestran las actualizaciones de crecimiento del PIB previstas por el BCE que en 2017 son del 1,9%, en 2018 del 1,8% y en 2019 del 1,7%, aunque se espera que estas sean mayores y haya una nueva revisión al alza.



“El crecimiento mundial continúa al alza a pesar de la leve desaceleración en EEUU y China” Fuente: Fulcum AM

Por otro lado, el índice americano ha llegado a máximos históricos todo ello en un marco convulso a la espera de las políticas fiscales que Trump pretende implantar y ante una posible desaceleración económica, aunque estos son factores transitorios ya que la tasa en el primer trimestre anualizada del PIB ha sido del 1,2% y se espera un crecimiento promedio del 2,1% en 2017 y 2018, a pesar de factores como el aumento del proteccionismo, la inestabilidad política y el aumento en el ritmo de subidas de tipos de la Fed. La Reserva Federal aprobó una nueva subida de tipos de interés de 25 p.b para continuar con el proceso de normalización monetaria. De la misma forma la institución seguiría con la intención de reducir su balance y dar salida a la compra de activos realizada durante estos últimos años. Al igual que en el primer trimestre, el mercado ha continuado poniendo en duda las principales medidas prometidas por Trump que incluyen los planes de estímulos.

En la Zona Euro preocupa la crisis en Italia en los ámbitos político, económico y bancario por el temor a una vuelta a un sistema político con cierto populismo. El resto de focos problemáticos se han solventado con la victoria del CDU-SPD en Alemania y el avance en las negociaciones hacia un “soft Brexit” debido al debilitamiento de Theresa May al formar un gobierno en minoría. En Francia, la victoria de Macron como ya adelantaban las encuestas disipa las posibilidades de ruptura con Europa. Por tanto, al margen de la restante incertidumbre política ya cada vez más despejada, la eurozona mantiene una elevada velocidad de crecimiento acompañada de una mejora en la inversión. El BCE de momento mantendrá el QE ya que la inflación continúa en niveles del 1%. Como novedad Draghi abrió el pasado mes de junio el cambio a una progresiva normalización con el inicio del tapering pero no en el corto plazo más inmediato ya que todavía la inflación general se encuentra por debajo del nivel objetivo.

En el Reino Unido el proceso de secesión ha seguido su curso tras haberse invocado el pasado 29 de marzo el artículo nº50 del Tratado de Lisboa. Para octubre de 2018 debe estar listo si siguen con la idea de ratificarse antes del límite del 29 marzo de 2019. También, habrá que prestar atención a noviembre de 2018, fecha en la que podría celebrarse un referéndum de independencia en Escocia. La economía de China reduce ligeramente su endeudamiento como consecuencia del alto ratio de endeudamiento de sus empresas tanto privadas como nacionales y al ser un país en tránsito del sector secundario al de los servicios. En esta línea las autoridades han reducido el crédito para aligerar el crecimiento de la deuda situándose su crecimiento esperado en torno a un 5,5% en vez del 7% de los últimos años. El temor a las posibles políticas proteccionistas que iban a venir de la mano de Trump no ha llegado como demuestra que el comercio internacional esté creciendo.

A pesar de las fuertes revalorizaciones en los mercados de renta variable de este semestre, el dinamismo económico en Europa podría seguir soportando oportunidades en las bolsas europeas. En EEUU todo dependerá de la capacidad del ejecutivo de sacar adelante las medidas que ya parecen haber descontado los inversores. Por el lado de la renta fija seguimos pensando que hay que extremar la cautela a través del control de la duración de las carteras. Tarde o temprano la subida de los tipos acabará impactando en las carteras más expuestas al riesgo de tipo de interés.

MERCADOS FINANCIEROS

En **Renta Fija** se espera que el Banco Central Europeo mantenga el programa de estímulos QE para el resto de año ya que la inflación ha seguido por debajo del objetivo. No obstante, la inflación subyacente sigue en torno al 1% lo que podría obligar al BCE a endurecer su mensaje en las próximas intervenciones a medida que el buen tono macroeconómico se consolide. De hecho, ya en el mes de junio, Mario Draghi llegó a sugerir que podría haber una progresiva normalización en la política monetaria



“Gráfico que recoge el comportamiento de la deuda soberana de Italia con un aumento de la Tir exigida por el mercado” Fuente: Bloomberg

En el mismo tono, la Reserva Federal continúa con su política de subida de tipos de interés situándolos en un intervalo del 1%-1.25%, en línea con los progresos tanto en el consumo como en la inversión que están llevando a la inflación al objetivo de la intervención de la FED. Habrá que prestar atención a las políticas fiscales de Trump que previsiblemente llegarán en 2018.

Análisis de mercado 2017

Las curvas de la deuda soberana han seguido ampliando reflejando las caídas de precios de prácticamente todos los bonos soberanos. Entre las excepciones siguen siendo Portugal y Grecia que a medida que la mejora del ciclo se consolida han conseguido reducir el spread con el resto de países europeos.

De forma trimestral el comportamiento de la deuda ha sido positivo con subidas de precios de prácticamente todos los bonos soberanos. La única excepción ha sido la deuda a 10 años de Alemania que terminó el trimestre con una TIR del 0,47% frente al cierre de marzo que fue de 0,33%. Además, la referencia 10 años de Francia cerró el trimestre con una TIR del 0,81% a diferencia del primer trimestre que se situaba casi en el 1%.

En cuanto a los bonos periféricos hay que destacar el comportamiento del bono griego a 10 años que inició el año con una TIR del 7,74% y este semestre se ha situado en un 5,36% provocando una subida en el precio de su bono. En España y Portugal ha habido divergencias en los últimos meses, así en el primer trimestre aumentaron la rentabilidad de sus bonos a 10 años pasando de una Tir de 1,38 % a 1,65 % y de una Tir 3,68% a un 3,95% respectivamente. En cambio, en el segundo trimestre las rentabilidades exigidas han disminuido, en el caso de la deuda pública española a 10 años cayeron hasta un 1,52% y un 3,01% para la referencia de Portugal. Esta tendencia es idéntica en Italia que iniciaba el año con una TIR del 1,81%, finalizó el trimestre con un incremento hasta el 2,31% y ha cerrado este primer semestre en niveles de 2,15%.

En Estados Unidos, a pesar de las dos subidas de tipos de interés realizadas por parte de la Fed, la deuda a 10 años ha cerrado ambos trimestres con ganancias al pasar de una TIR de 2,38% a 2,30%. Estas nuevas rentabilidades han provocado un leve movimiento de aplanamiento de la pendiente motivada por la subida de los tipos a corto y bajada de los tramos largos.

En Renta Variable el excelente comportamiento de la bolsa europea de inicio de año se ha visto frenado en el mes de junio con la caída generalizada de las principales bolsas europeas. En el caso del Ibex cierra el mes con una caída del 3,33%. No obstante desde el inicio de año, el resultado sigue siendo muy positivo con una subida del Ibex de un 11,68%, que se ha visto beneficiado por el tirón de la banca, en los que entidades como Sabadell o CaixaBank han disparado su cotización más de un 30%.

Asimismo, el Eurostoxx se apreció un 4,60% en el semestre, que fue seguido por los índices CAC40 y DAX, con revalorizaciones en el mismo periodo de 5,31% y 7,35% respectivamente. El índice americano también siguió la tendencia y se anotó un 8,24% mientras que en el Reino Unido tuvo un comportamiento más parco, una subida de 2,38%.



“Gráfico de la evolución del índice Ibex 35 desde el inicio de año donde se aprecia la tendencia positiva”

Fuente: Bloomberg

En cuanto a los resultados empresariales durante este semestre se han ido publicando los distintos resultados del primer trimestre del año 2017. El conjunto de beneficios ha aumentado un 31% y los ingresos crecieron un 11,6% con respecto al mismo periodo de 2016. Entre las empresas que más incrementaron su beneficio se encuentra Aena con una subida de un 177%, seguida por Indra (75%), BBVA (69%) y Repsol (59%). En contraposición, se encuentra IAG, al ser una de las empresas con mayor sensibilidad a Reino Unido, que recortó su beneficio un 74%. El Banco Popular fue adquirido por el Banco Santander en una operación que permitía salvar a la entidad debido a las pérdidas acumuladas.

Las bolsas emergentes también han mostrado un primer semestre muy positivo con una apreciación del 17,23% según el índice MSCI Emergentes

ESTADOS UNIDOS

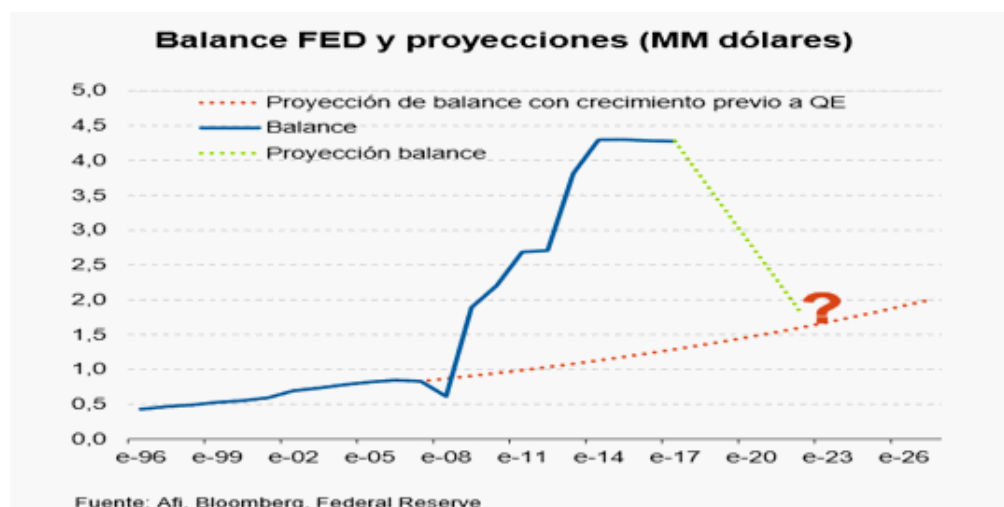
Según los últimos datos económicos la balanza por cuenta corriente registró un déficit de 116.800 millones en el primer trimestre de 2017, nivel por debajo al estimado por el consenso de analistas.

Los datos de viviendas de segunda mano han vuelto a repuntar contra todo pronóstico un 1.1% y a pesar de la contracción estimada del -0.4%. De la misma forma, la ventas de viviendas nuevas también han sorprendido al alza con un datos de 610.000 viviendas vendidas en tasa interanual, frente a las 590.000 estimadas por los analistas.

El último recuento de los indicadores adelantados confirma el avance de la economía con un incremento del 0.3% aunque dentro de lo esperado, así mismo el indicador manufacturero de la Fed de Kansas City logró situarse por encima de lo esperado en 11 puntos frente a los 9 pronosticados. Sin embargo, el PMI manufacturero se contrajo levemente desde los 52.7 anteriores hasta los 52.1 puntos.

La política monetaria ha estado marcada por las actuaciones de la Fed, pero el foco ha estado puesto en la decisión de empezar a reducir el tamaño de su balance a través de la reducción de la tenencia de bonos mediante la no renovación de los vencimientos.

Además, la Fed aprobó por segunda vez en el año una subida de los tipos de interés situándolos en un intervalo del 1%-1,25%. Se espera para 2018 que la Fed estipule una nueva subida de tipos y dé inicio a la reducción del balance mencionada.

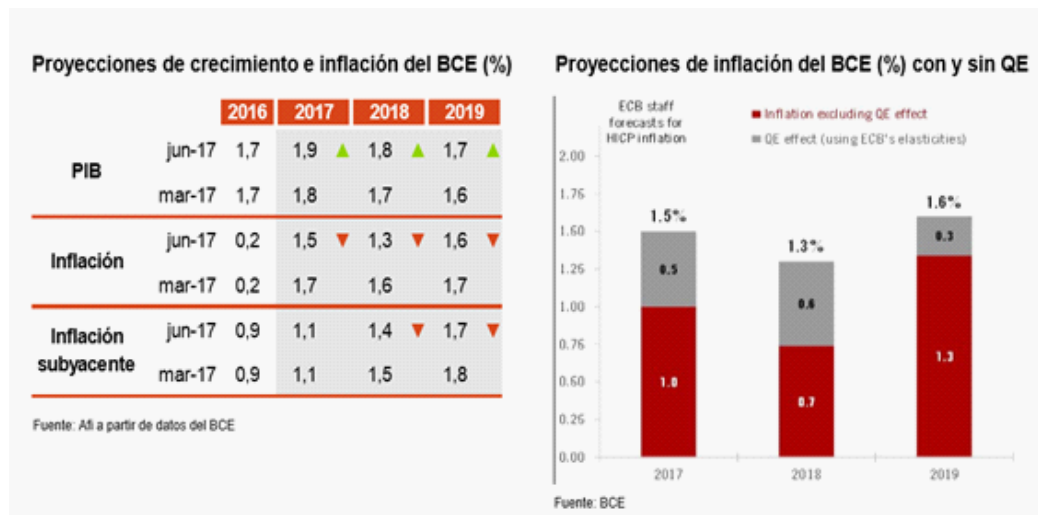


"Gráfico con las proyecciones del balance de la FED y las previsiones de reducción del mismo" Fuente: Bloomberg

EUROPA

La tendencia positiva de la economía europea se espera que se prolonguen al menos hasta el final del ejercicio ya que tras el primer semestre del año, las previsiones de crecimiento han sorprendido al alza. Por tanto Europa acaba consolidándose como uno de los mercados con mejores perspectivas económicas.

El BCE señaló que, si la economía sigue con la inercia actual, la normalización de la política monetaria puede estar cerca, lo que dará paso a un proceso de tapering. No obstante para evitar el riesgo de deflación, el BCE indicó que aún no bajará los tipos de interés al estar tanto la inflación general y subyacente por debajo del nivel objetivo. Esta estabilidad de crecimiento se prolongará pero habrá que mantener la cautela por el menor protagonismo del BCE y la reacción que los mercados podrían tener.



"Tablas con las proyecciones de crecimiento e inflación con y sin QE elaborada por el BCE" Fuente: BCE

Italia, el principal foco de incertidumbre política europea, está marcada por el riesgo político tras la victoria en las elecciones municipales de la coalición formada por Liga Norte y Forza Italia en 13 de las 25 ciudades principales. Por otro lado, ha continuado la problemática bancaria en Italia y a pesar de la normativa europea, el gobierno ha decidido realizar una inyección pública que solucionaría de momento la situación.

En Francia, la mayoría absoluta alcanzada en el Parlamento por Macron disipa cualquier riesgo político que amenace al proyecto de Europa. Adicionalmente la mayor estabilidad en Francia da pie al inicio de las reformas en el ámbito laboral con el fin de negociar las condiciones laborales y en materia fiscal para hacer frente a los nuevos niveles de gasto público.

En el ámbito macroeconómico y según los últimos datos publicados se confirma la reactivación económica, ya que los datos económicos no solo han crecido más de lo esperado, sino que también ha habido una menor dispersión entre países debido al aumento de la inversión y del empleo. Este optimismo en Europa se ha visto reflejado en el marco de las divisas con la apreciación del euro frente al resto de monedas como se observa, por ejemplo, en el cruce con el dólar que alcanza niveles de 2015 y se sitúa en 1,14 EUR/USD.

REINO UNIDO

Las autoridades británicas invocaron el pasado 29 de marzo el artículo nº50 del Tratado de Lisboa para dar comienzo al proceso de ruptura con Europa. La pérdida de la mayoría del partido de Theresa May en las últimas elecciones, provocó que el ejecutivo británico se mostrará menos reacio a acercarse a las prioridades establecidas por la Unión Europea, que se resume en una factura de salida para el Reino Unido, la frontera irlandesa y el devenir de los ciudadanos de la región residentes en el Reino Unido.

Cuadro macroeconómico

% anual	2014	2015	2016	2017	2018
PIB real	3,1	2,2	1,8	1,5	1,4
Consumo Final	2,1	2,1	2,3	1,9	1,8
Hogares	2,1	2,5	2,8	2,0	1,9
AA,PP.	2,3	1,3	0,8	0,7	0,7
FBCF	6,7	3,4	0,5	1,4	1,3
Demanda nacional (*)	3,4	2,2	2,1	1,5	1,4
Exportaciones	1,5	6,1	1,9	2,2	2,1
Importaciones	2,6	5,5	2,9	1,9	1,8
Demanda externa (**)	-0,4	0,0	-0,3	0,0	0,0
IPC (media anual)	0,9	0,0	0,8	2,6	2,6
Tasa de paro	6,1	5,3	4,9	4,9	5,2
Saldo público (% PIB)	-5,7	-4,4	-2,9	-2,9	-2,1

(*) Aportaciones al PIB

Fuente: Afii, ONS

“Tabla con los principales indicadores macroeconómicos de Reino Unido”

La economía de Reino Unido sufrió una desaceleración mayor de la prevista según los últimos datos del primer trimestre. De este modo el crecimiento anual del PIB se ralentizó hasta el 2% desde el 2,1% de las primeras estimaciones.

Por otra parte, casi todos los sectores de la economía británica registraron subidas a excepción del consumo que ha sido el principal componente que ha lastrado el crecimiento del PIB.

De forma paralela ante los cambios de Reino Unido, el máximo representante del parlamento escocés, Nicola Sturgeon, aparcará de momento su intención de convocar un segundo referéndum y centrará todos sus esfuerzos en forzar un Brexit blando.

ECONOMÍAS EMERGENTES

En China, continúa la tendencia de recuperación y estabilización del crecimiento. Las ventas al por menor en términos interanuales crecen a un 10,7% reflejando el crecimiento del consumo en China. El paso a un cambio al sector servicios se observa a través de la creación de aproximadamente unos 6 millones de puestos en el primer semestre del año de trabajo en las regiones urbanas, según datos de la agencia nacional de estadística.

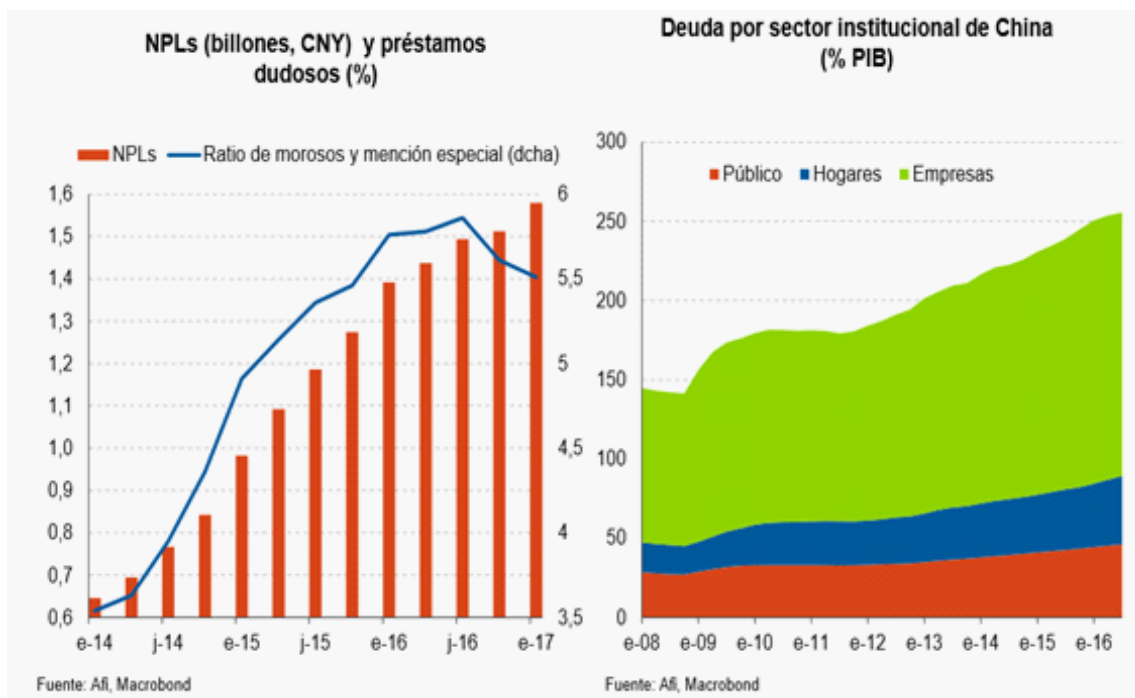
El Banco Central de China apostó por una regulación financiera más estricta y un desapalancamiento financiero concentrado en empresas privadas y nacionales con el objetivo de garantizar la estabilidad de la liquidez. Debido a ese endurecimiento en la regulación los riesgos crediticios han disminuido, en especial, los casos de incumplimiento de pago de deuda.



2017

Análisis de mercado 2017

En el último mes se ha apreciado el Renminbi frente al dólar de EEUU aproximadamente un 1.40% en el mercado interno y 2,48% offshore. Todo apunta a que las autoridades de China quieren mandar un mensaje sobre la fortaleza de su economía y de su moneda.



“Gráficos con el mix de deuda en China en los que se aprecia una leve disminución de la tasa de morosos”

En este trimestre las acciones de China se incorporaron al índice MSCI Global lo que indudablemente producirá una entrada de capital debido al efecto de rebalanceo en las carteras.

En la India gracias a los planes para la reducción de la oferta monetaria con la retirada de los billetes de alta denominación provocaron la retirada del 85% del efectivo, lo que a priori levanto crítica por parte algunos economistas, finalmente supuso un éxito con la apertura de 270 millones de cuentas, y se espera que provoque una movilización del ahorro que acabe afectando al crecimiento y a una paulatina bajada de los tipos de interés.

Estas mejoras se han trasladado a los mercados, en los que los inversores extranjeros están presionando la India a que se integre dentro de los índices mundiales como los de JPMorgan y Barclays.

En Brasil, el foco de incertidumbre política se ha situado en los escándalos de corrupción que han salpicado a su presidente Temer, pero no se prevé que ocurra un cese en su cargo ya que cuenta con más de un tercio de apoyos en el Senado. Para no sufrir una recalificación en su rating que supondría un duro varapalo a la hora de vender activos tendrá que llevar acabo la esperada reforma laboral y de la Seguridad Social. Además, se confirma el abandono de la recesión ya que este primer semestre su PIB volvió a la senda positiva.

En México, el gobierno y Estados Unidos anunciaron un acuerdo de principios, diseñado para evitar una guerra del comercio del azúcar, lo que ayudará a suavizar las conversaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

En cuanto al crecimiento, se espera cierto debilitamiento de la economía principalmente en el sector industrial, pese a la mejoría en las manufacturas.

VISIÓN DE GESTIÓN PSN.

Las previsiones te dirán muchas cosas sobre quien las hace, pero no te dirán nada real sobre lo que pasará en el futuro. – Warren Buffet.

En lo que llevamos de año los mercados mantienen el tono optimista iniciado durante el primer trimestre. En este segundo trimestre hemos visto un cierto agotamiento derivado en parte de la toma de beneficios por parte de los inversores que incluso ha llevado a los índices a recoger correcciones.

Los datos económicos en Europa continúan sorprendiendo al alza y la economía americana no ha dado señales de agotamiento a pesar de que algunos economistas se han posicionado de forma negativa con respecto su evolución más inmediata.

El impacto de la política monetaria de los bancos centrales parece estar relativamente controlada y los activos financieros se han mantenido estables a pesar de los mensajes de endurecimiento de los bancos centrales.

Para los próximos meses seguimos extremando la precaución en los activos de renta fija, las valoraciones de los bonos continúan siendo ajustadas y las subidas de tipos parecen cada vez más próximas. Por tanto y a pesar de que la liquidez en los mercados continúa, la inversión en bonos a largo plazo en algunos casos con tipos cercanos al 0%, siguen sin tener sentido financiero en un mundo con un crecimiento superior al 3%.

En la renta variable continúa habiendo divergencias entre sectores cotizando a múltiplos muy exigentes como los tecnológicos y otros sectores con precios ciertamente razonables tales como energía y petróleo. Como siempre no vamos a hacer predicciones de los niveles de la renta variable en los próximos meses, pero indicar que tras las correcciones del último mes unido a que las perspectivas de crecimiento en Europa parecen no haberse agotado, nos da cierta tranquilidad especialmente en ciertos sectores con mayor visibilidad de ingresos.

Jesús María Rioja Gonzalo: jmrioja@grupopsn.es

Antonio Barahona Moreno: abarahona@grupopsn.es

Juan Luis Fresneda Clement: jfresneda@grupopsn.es



Aviso legal

La información contenida en este documento se facilita con fines exclusivamente informativos. Ninguno de los datos que en él se publican debe considerarse como expectativas futuras o recomendación para efectuar transacciones o para concluir algún tipo de acto legal. Este documento no tiene el propósito de ofrecer inversiones ni asistencia legal o fiscal.

Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este informe debe fundamentarse en información pública disponible y tomar en consideración el contenido de los prospectos disponibles en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), en la Sociedad Rectora de la Bolsa y en la propia compañía que emite el valor. Los resultados reflejados en el presente documento no garantizan resultados o rendimientos futuros.

La información contenida en el documento ha sido generada a partir de fuentes presumiblemente fiables, extremando el cuidado para asegurar que la información contenida en el mismo no es incierta o engañosa en el momento de su publicación. Sin embargo, PSN no puede asegurar que la información sea exacta y/o completa.

El presente documento no podrá ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor del mismo, cualquiera que sea la finalidad que se persiga.