



INFORME MENSUAL

OCTUBRE

Repaso a la actualidad de los mercados financieros, sus perspectivas y su previsible impacto en nuestras carteras

Este documento tiene carácter meramente informativo. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como consejo financiero o asesoramiento. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante, no se garantiza la exactitud o integridad de la información que contiene. Todas las cifras y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Cualquier acción que tome el lector como resultado de la información o análisis contenido en el documento es responsabilidad última del lector.



COMENTARIO GENERAL

Pasó el mes de septiembre, se produjeron las reuniones de los bancos centrales más importantes y la incertidumbre sobre algunos puntos se mantiene. Todo ello, incrementó la volatilidad de los mercados desde los bajos niveles registrados a lo largo del mes de agosto. La esperada reunión de la FED mantuvo los tipos de interés sin movimiento, si bien ya marcó el rumbo a seguir, siempre que la economía mantenga la solidez de los últimos datos. Si todo sigue así, la subida de tipos se debería producir en la reunión de diciembre aunque también quedó claro que las siguientes subidas serían lentas y graduales. Queremos resaltar en este punto que por primera vez la estimación de los tipos a largo plazo se situaron por debajo del 3%, esto es, tipos de interés reales en cero o cercanos a él. No hubo sorpresas tampoco en las estimaciones macroeconómicas, con ligera rebaja del crecimiento de este año y mantenimiento de los parámetros para los siguientes.

El BCE por su parte no dio ningún avance sobre próximos movimientos y mantuvo los parámetros de su política inalterados. La mayoría de los analistas siguen manteniendo que en la próxima reunión de diciembre, deberá articular modificaciones. En este sentido, además de la extensión temporal de los actuales estímulos (recordemos que el plazo de compras finaliza en marzo 2017), deberá realizar un reajuste de los términos en los que se producen actualmente las compras, ya que el volumen de bonos seleccionables disminuye de manera importante y puede quedarse sin alternativa que comprar en el corto plazo. No podemos dejar de hablar de los rumores de la pasada semana sobre una posible reducción de las compras que algunas "fuentes" internas anunciaban; no pensamos que sea nada más que la posición minoritaria de algún miembro opuesto a los estímulos, ya que el dato clave es la inflación y no vemos en el horizonte que esta se vaya a mover por encima del 1% en menos de 15 meses, lo que sin duda obliga a la extensión del programa con, como mínimo, los volúmenes actuales.

En el caso del Banco Central Japonés, este nos volvió a sorprender; cuando todo el mercado esperaba una rebaja de la tasa de depósitos e incluso un incremento de las compras, modificó completamente la estrategia. Mantuvo la tasa de depósitos invariable y giró hacia el control de la curva de tipos: ya no existe un importe fijo de compras, este será el necesario para mantener la curva de tipos en los niveles actuales, lo que sin duda favorece una política fiscal expansiva, y además, el coste del déficit es conocido a priori sin volatilidad y sustos. Este movimiento nos hace ver por un lado el efecto pernicioso de las tasas negativas en el sector financiero, clave para el crecimiento, y por otro el agotamiento de las políticas monetarias no convencionales de compras masivas. Habrá que seguirlo con interés para ver volúmenes reales y efectos. Por nuestra parte seguimos manteniendo la misma opinión de meses anteriores, las políticas monetarias por sí mismas cada vez tienen menos efecto si no están combinadas con políticas fiscales expansivas que permitan mejorar la economía por parte de la oferta. No obstante, seguimos viendo en un horizonte a medio plazo la continuación de las políticas acomodaticias con ampliación de plazos o incluso incremento de los estímulos, así como con nuevas medidas como la implementada por el banco central japonés y con una FED muy cauta que, sin duda, irá normalizando la política monetaria pero de una forma muy gradual.

En otro orden de cosas, unas pocas líneas sobre el pánico generado por la situación de Deutsche Bank. El hecho cierto es que deberá abonar una multa aunque el importe varía, aunque no se sabe bien cual será el importe final. Si bien las peticiones iniciales se han visto generalmente rebajadas, la media de las abonadas por situaciones similares se mueve entre los 5000 y los 8000 M, así que dado que el banco ya ha dotado de una provisión por importe de 5.500 mio, no debería afectarle excesivamente ni en resultados ni, por supuesto, en liquidez. Si se debiera abonar la parte alta del rango, tiene suficientes recursos propios para afrontarlo, aunque posiblemente debería afrontar una ampliación de capital para alcanzar los volúmenes exigidos por los requisitos regulatorios. Si es cierto que tiene otras debilidades, alta posición en derivados o un alto ratio de activos sobre fondos propios. No es un valor que se encuentre en los fondos de nuestras carteras, no por sí mismo, sino por pertenecer al sector, el financiero, sector muy poco presente en los fondos que hemos elegido.





De cara a final de año seguimos viendo unos mercados con alta volatilidad muy sensibles a cualquier noticia que pueda generar un sentimiento negativo en los inversores. Recordemos que en los últimos 15 meses hemos pasado por la crisis de Grecia donde parecía que el euro se rompía, la crisis china con el temor a una brusca devaluación del yuan, la crisis de deuda corporativa donde parecía que el mercado se venía abajo y los impagos se disparaban y más recientemente, el Brexit. En todos los casos, las consecuencias han sido menores de las previstas inicialmente, si bien nuestra visión es que el Brexit si tendrá efectos, aunque limitados geográficamente y gradual en el tiempo. Ahora vemos en el horizonte dos nuevos riesgos: las elecciones presidenciales americanas y el referéndum en Italia. El único impacto real de todo ello es que Trump salga elegido y cumpla sus propuestas de elevar el proteccionismo, lo que sin duda afectará al crecimiento mundial. El resto, si bien generará volatilidad, esta será temporalmente limitada y no afectará a lo esencial de la economía mundial, que seguirá creciendo a un ritmo cercano al 3%, con los desequilibrios por todos conocidos y con la estabilización de las economías emergentes como la mejor noticia. Para terminar, los precios del petróleo parece que se estabilizarán tras el preacuerdo al que han llegado los países miembros de la OPEP y Rusia, si bien todavía queda pendiente el reparto del recorte de producción, que de momento es muy tibio. Lo que si parece claro es que este acuerdo, junto a la estabilización de otras materias primas, es una buena noticia para el crecimiento global siempre que se mantengan en unos parámetros razonables.

VISIÓN POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Como resumen global, el mes de septiembre nos ha confirmado la estabilidad del crecimiento mundial dentro de unas cifras débiles pero sostenidas, donde los desequilibrios parece que se encuentran bajo control. La economía americana ha confirmado que ha superado los malos datos de principios de año y está creciendo a un ritmo del 2% anual, por encima incluso de su potencial de crecimiento. Empezando por el mercado laboral, uno de los parámetros que más preocupa a la FED, las cifras del viernes pasado reflejan que se sigue creando empleo a buen ritmo, si bien inferior a años anteriores, lo que es lógico teniendo en cuenta la dificultad que empieza a existir para cubrir determinadas vacantes. El buen dato, es que la buena salud del mercado anima a nuevas personas a buscar trabajo, con lo que la tasa de participación vuelve a elevarse, lo que indudablemente provoca que la tasa global de desempleo se mantenga.

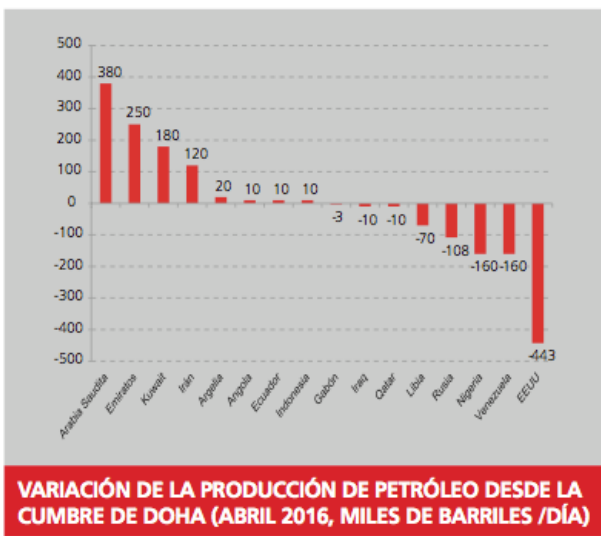
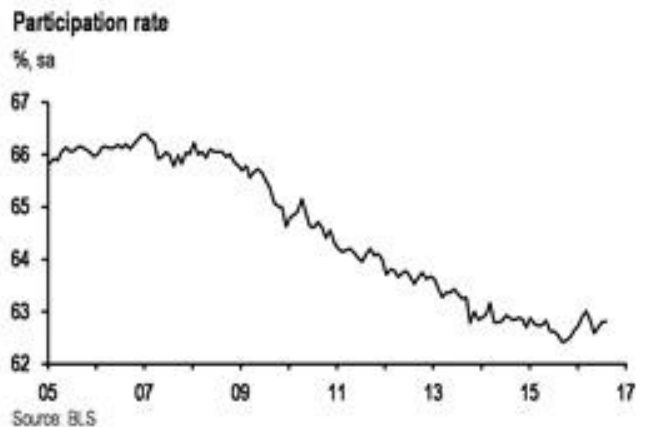
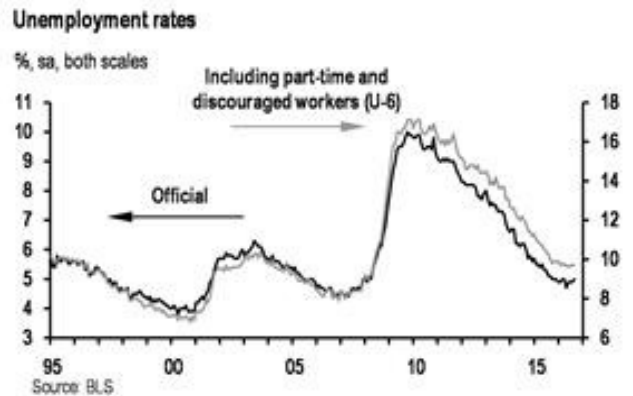


Gráfico obtenido del Informe Mensual de Banco de Santander

Fuente: Agencia Internacional de la Energía



Gráficos obtenido del Informe Semanal de JP Morgan

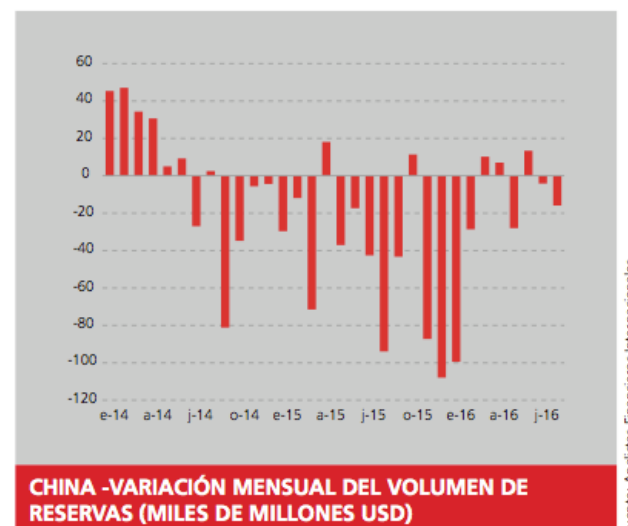


En otro orden de cosas, la actividad industrial se recupera con buenos datos de los índices de compra, donde destaca las nuevas ordenes que crecen con fuerza. El sector servicios, después del susto de agosto, vuelve a demostrar firmeza y el inmobiliario sigue creciendo a un dígito alto, si bien no acaba de explotar. Todo ello, nos hace ver que salvo alguna sorpresa, si estos datos se mantienen, tendremos una pequeña subida de tipos en la reunión de diciembre, aunque con la cautela que seguro que mantienen los miembros, las expectativas de tipos a largo plazo se mantendrán por debajo del 3%, acercándose al objetivo de inflación del 2%. La economía europea sigue pendiente del comienzo de la negociación del Brexit, mientras mantiene unas cifras estables que confirman un crecimiento consistente. Los índices de compra tanto industriales, con unos datos muy buenos de producción industrial correspondientes al mes de agosto, como de servicios, se mantienen en zona expansiva y nos dan un crecimiento del entorno al 1,5% anual. Los datos de la inflación general se recuperan ligeramente como consecuencia de la pérdida del efecto base de caída del petróleo, con la subyacente que se mantienen por debajo del 1%, lo que sin duda no es un buen dato y nos indica que el punto donde deben converger ambas, la general y la subyacente, está todavía muy lejos de los objetivos del BCE.

En cuanto a las negociaciones de la salida británica de la UE, el silencio en verano hizo parecer que no iba a pasar nada, pero las declaraciones de la primera ministra británica a finales de septiembre, han puesto encima de la mesa que las negociaciones serán duras y afectarán sin duda a diversos sectores, tanto de la economía británica, financiero e industrial, como a los países y sectores europeos exportadores a Reino Unido, que con una libra depreciándose de manera importante pueden ver disminuir su volumen de operaciones. Un buen dato es el crecimiento de los créditos al sector privado, que sin duda acelerará el consumo y por tanto el crecimiento económico, sin duda favorecido por las políticas del banco central. Seguimos esperando unas políticas fiscales más expansivas, aprovechando los bajos tipos de interés y necesidad de inversión en activos fijos productivos que consigan incrementar la productividad de la economía, algo fundamental para elevar el crecimiento potencial.

La economía japonesa mantiene su andadura a la sombra de los movimientos del banco central. El movimiento del yen empieza a ser clave para conseguir elevar tanto los beneficios de las empresas en una economía exportadora, así como aprovecharlo para importar inflación por la vía de las compras de materias primas con un yen débil. El mantenimiento de los tipos de la deuda gubernamental en los niveles actuales, tal y como ha reflejado la nueva política del banco central, implica libertad para una expansión fiscal con coste cercano a cero. Si a esto se le unen las reformas que permitan una mayor agilidad del mercado de trabajo e incorporación de nuevos trabajadores, en lugar de disminución como viene ocurriendo en los últimos años, podremos ver una mejora del crecimiento potencial.

En el ámbito emergente, la estabilización de la economía china se ve confirmada por los datos: los índices de compras tanto industriales como de servicios se mantienen en zonas expansivas, las cifras inversión en activos fijos siguen descendiendo mes a mes, algo positivo en una economía con sobrecapacidad en muchos sectores, mientras que la producción industrial y las ventas minoristas se mantienen en cifras de crecimiento anual similares desde hace meses. Todo ello nos lleva a vislumbrar que no habrá aterrizaje fuerte de crecimiento, al menos a corto plazo. Destacar que poco a poco, la economía brasileña va mejorando sus cifras, y aunque se mantienen en tasas negativas de crecimiento, si es cierto que cada vez se acercan más al punto de equilibrio y tras las medidas tomadas por el nuevo gobierno, las cifras de inflación se encuentran claramente por debajo de los dos dígitos y los índices de compras se van acercando al límite entre expansión y recesión. Esperamos que a lo largo de 2017, en algún trimestre el crecimiento ya sea positivo y junto a Rusia, sea una de las posibles sorpresas positivas del año que viene.



Fuente: Analistas Financieros Internacionales

Gráfico obtenido del Informe Mensual de Banco de Santander



VISIÓN POR ACTIVOS. ESTRATEGIA DE LAS CARTERAS

La volatilidad ha movido los mercados a lo largo del mes de septiembre, aunque las cifras de final de mes no difieren casi de las de principios, han existido fluctuaciones importantes a lo largo del mes. La mayoría de los mercados desarrollados han tenido ligeros retornos negativos, salvo el japonés, que tuvo un descenso más pronunciado debido a la debilidad del yen, aunque ya lo ha recuperado con creces en esta primera semana de octubre. En el mundo emergente, se han mantenido los retornos positivos de todo el año, ante la continuidad de las políticas monetarias relajadas en el mundo desarrollado y la estabilización de sus economías.

Por sectores, la rotación que se produjo en verano de sectores defensivos a cíclicos se ha detenido, con un comportamiento similar a lo largo del mes. En algunos casos, la valoraciones se han ido por encima de PER 20 lo que nos parece excesivo, y el comienzo de la temporada de resultados creemos que servirá para retornar a los sectores que realmente están generando beneficios sostenidos. Por ello, hemos mantenido nuestras posiciones en renta variable global con un claro sesgo defensivo y de alta calidad, donde seguimos viendo que las incertidumbres en relación a la evolución de beneficios no se materializarán y los valores que conforman el fondo generarán buenos retornos. También hemos mantenido las posiciones en Japón, con peso bajo en las carteras, donde vemos que las posibilidades de un yen más débil aumentan y por tanto veremos mejorar los resultados. Asimismo, el mundo emergente nos sigue pareciendo una buena opción y por ello hemos incrementado en algunas carteras las posiciones.

Por último, dado que pensamos que la deuda de alto rendimiento europea ha corrido mucho y su potencial se ha reducido por el riesgo de ensanchamiento de diferenciales y de subida del bono de referencia a lo largo de los próximos meses. Esto provocaría pérdidas en las valoraciones, con lo que hemos reasignado el presupuesto de riesgo de este activo parcialmente y hemos abierto de nuevo posiciones en renta variable europea, en fondos con muy buena selección de valores, alejado completamente del sector financiero, que nos sigue pareciendo que seguirá teniendo problemas de resultados mientras que los tipos se mantengan en los niveles actuales.

En los fondos temáticos, las elecciones americanas siguen condicionando el sector salud, si bien ha permanecido estable en septiembre, seguiremos observándolo por si debemos reducir el riesgo y trasladarlo a otro sector en alza como el tecnológico, que empezamos a incorporar en algunas carteras. No obstante, nuestro fondo no sólo está centrado en posiciones de empresas farmacéuticas, que pueden verse algo afectados por Clinton, sino en un porcentaje importante en posiciones de industrias de material sanitario muy beneficiadas por Clinton y el mantenimiento del Obamacare.

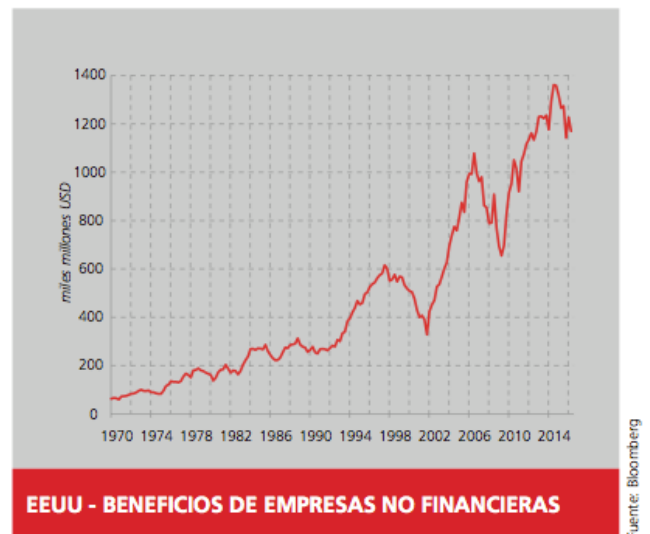


Gráfico obtenido del Informe Mensual de Banco de Santander



Mantenemos nuestras posiciones en fondos gestionados, principalmente flexibles mediante los cuales tenemos exposición a la renta variable americana. En la mayoría de los casos, seguimos buscando fondos centrados en carácter defensivo y con los activos de renta fija invertidos en bonos a corto plazo o incluso con altos porcentajes de efectivo, lo que permite encontrar oportunidades en el mercado. Donde vemos una mayor posibilidad de preocupación es en el mercado de renta fija, donde los riesgos son claramente asimétricos, al menos en el mundo desarrollado. Las posibilidades de pérdidas en muchos activos son muy superiores a las de beneficio. Por ello, hemos deshecho las posiciones en deuda corporativa europea con diferenciales muy bajos y donde hay riesgo de subidas en los próximos meses, tanto del diferencial como del bono de referencia. Sólo seguimos manteniendo posiciones directas en fondos de deuda subordinada, eminentemente financiera, donde los tipos son altos y poco sensibles a las variaciones, si bien hemos revisado los subyacentes para asegurarnos que hay poca exposición a países con problemas en su sector financiero, como Italia y parcialmente Alemania.

Seguimos siendo positivos en deuda emergente, siempre en divisa fuerte y combinando deuda gubernamental y corporativa. El potencial de reducción de diferencial todavía es importante y los rating de las posiciones suficientemente solventes como para que el riesgo de impago sea similar a los mercados desarrollados, que es muy bajo. También mantenemos abiertas las posiciones en fondos globales, flexibles y diversificados con poca presencia en deuda gubernamental desarrollada y altas posiciones en efectivo. Con ello conseguimos adaptarnos de manera rápida y flexible a los diferentes ciclos de tipos en cada zona.

Por último, señalar que mantenemos posiciones en fondos de retorno absoluto, tanto de renta fija como de variable, que tienen como misión el servir de colchón en caso de fuertes correcciones, si bien hemos reducido el peso de algunas estrategias, global macro, ante las perspectivas de mercado en los próximos meses.





PRINCIPALES INDICES E INDICADORES

RENTABILIDAD BONOS 2016		
GOBIERNOS	EUROPA	6,2%
	ESTADO UNIDOS	5,3%
GRADO DE INVERSIÓN	EUROPA	4,7%
	ESTADO UNIDOS	7,7%
ALTO RENDIMIENTO	EUROPA	8,8%
	ESTADO UNIDOS	15,3%
BONOS EMERGENTES	GOBROS (DIVISA FUERTE)	14,8%
	CRÉDITO (DIVISA FUERTE)	12,1%
	DIVISA LOCAL	17,1%

INDICE	ACUMULADO AÑO 2016	SEPTIEMBRE
IBEX	-8,67%	0,66%
EUROSTOXX50	-7,48%	-0,64%
DAX	-1,40%	-0,76%
S&P500	6,21%	-0,12%
NIKKEI	-11,28%	-2,30%
MSCI EM (EMERGENTES)	13,19%	0,57%

BONOS GUBERNAMENTALES A 10 AÑOS			
	31 DE DICIEMBRE	31 DE AGOSTO	30 DE SEPTIEMBRE
ALEMANIA	0,63%	-0,05%	-0,12%
REINO UNIDO	1,95%	0,57%	0,65%
ESTADOS UNIDOS	2,27%	1,63%	1,6%
EMERGENTES	7,13%	6,24%	6,18%