

ENTIDAD DE PREVISIÓN SOCIAL VOLUNTARIA

SITUACIÓN ECONÓMICA Y ANÁLISIS DE MERCADOS

1^{er} Trimestre de 2017

Con motivo de la pertenencia de la sociedad gestora al mismo grupo económico que la entidad depositaria, se comunica, en cumplimiento del artículo 85 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, que March Pensiones, S.G.F.P., S.A.U. dispone de: 1. Un reglamento interno de conducta. / 2. Un código de operaciones vinculadas. / 3. Un órgano encargado de verificar la efectiva separación con respecto a la Entidad Depositaria. / 4. Una declaración suscrita conjuntamente con la Entidad Depositaria en la que se manifiesta la separación efectiva entre ambas. // March Pensiones, S.G.F.P., S.A.U. forma parte del grupo económico Banca March, siendo entidad filial participada al 100% por Banca March, S.A. y cumplen los requisitos de separación exigidos por la legislación vigente.

SOCIEDAD GESTORA: March Asset Management, S.G.I.I.C., S.A.U.
Calle Castelló, 74. 28006 Madrid.
TEL: 91 426 37 00. FAX: 91 426 37 20.
PERSONA DE CONTACTO: Montserrat Casares Antón.

BANCO DEPOSITARIO: Banca March, S.A.
Avda. Alexandre Rosselló, 8. 07002 Palma de Mallorca.
TEL: 971 779 100. FAX: 971 779 187.
PERSONA DE CONTACTO: Miguel A. Prohens Gil.

PANORAMA ECONÓMICO

El primer trimestre del año 2017, el saldo que nos dejan las principales bolsas mundiales es positivo, apoyado principalmente en la mejora de la actividad mundial. Es también un buen momento para comparar donde nos situábamos hace solamente doce meses, lo que nos dará una buena percepción del importante cambio vivido en este último año. A modo de ejemplo, este mismo informe pero en abril de 2016, lo titulábamos: "Se reducen los temores a una recesión mundial"... como habréis leído previamente, doce meses después hemos elegido titularlo: "La mejora de la actividad impulsa las bolsas".

En Estados Unidos, la incertidumbre política se elevó al fracasar el presidente D.Trump con su reforma sanitaria. La falta de apoyos dentro del propio partido republicano, llevó a que el presidente de Estados Unidos retirara su propuesta de reforma sanitaria que según la Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO), haría que hasta 14 millones de estadounidenses perdieran su cobertura médica para 2018 mientras que reduciría el déficit federal en 337.000 M\$ en 10 años. Esta era una de las principales propuestas de D.Trump y pone en evidencia la dificultad en lograr consensos que permitan reformas. Por su parte, la Reserva Federal elevó los tipos de interés en 25 p.b. situándolos ahora en el intervalo entre 0,75% - 1%. Esta fue la segunda subida en los últimos cuatro meses y la Fed justificó la continuidad de su política de endurecimiento de las condiciones monetarias por el buen ritmo de avance de la economía y una inflación cercana a su objetivo. Los datos macroeconómicos han mantenido un tono positivo y confirman un mayor dinamismo económico. La fortaleza del consumo fue el principal motor del crecimiento: el PIB del 4T se revisó al alza hasta un avance del +2,1% trimestral anualizado debido a que el consumo privado creció un +3,5%. Asimismo, los indicadores de adelantados fueron positivos, en particular la confianza de los consumidores de la Conference Board que escaló hasta 125,6, su nivel más alto nada menos que desde el año 2000. La solidez de la creación de empleo apoya esta buena evolución del consumo.

En la Euro-zona, lo más relevante fueron los indicadores adelantados que lejos de frenar su subida como se esperaba, volvieron a repuntar y en marzo la confianza de los empresarios de la región (PMI compuesto) se elevó hasta 56,7 desde el 56 anterior y máximos de los últimos seis años. Por otro lado, la inflación frenó su repunte, con el IPC preliminar de marzo situándose en el +1,5% interanual y, sobre todo, con la tasa subyacente moderándose dos décimas hasta el +0,7%, su nivel más bajo desde abril de 2015. Esta moderación de la inflación, permitió frenar las expectativas de nuevas reducciones de los estímulos del BCE. En su reunión de marzo, la autoridad mantuvo sin cambios los tipos oficiales que seguirán en el 0% y los de la facilidad marginal de depósito en el -0,4%. Asimismo mantenía el mensaje que los tipos seguirán en estos niveles o incluso más bajos por un largo periodo de tiempo. Por otra parte, el BCE celebró la última subasta de financiación de largo plazo (TLTRO II), en la que adjudicó 234.000 M€ a 4 años. Este aumento de la demanda de financiación de los bancos comerciales muestra, por una parte, que las entidades europeas decidieron asegurarse una financiación a tipos reducidos y además, estarían preparados para incrementar sus préstamos ante un previsible aumento de la demanda de crédito. En otro orden de acontecimientos, marzo continuó marcado por una cargada agenda política, pero que en conjunto logró reducir la

incertidumbre en Europa. Las elecciones en Holanda se saldaron con la victoria del actual primer ministro y candidato liberal a las elecciones parlamentarias de Holanda, Mark Rutte, que se impuso en las urnas a Geert Wilders, alternativa populista y euroescéptica, con la participación más alta desde 1986 (82%). Este resultado redujo los temores a un incremento de la intención de voto a partidos euroescépticos en Europa. En el Reino Unido, avanza el proceso del "Brexit" y el Gobierno de Theresa May activó finalmente el artículo 50 del Tratado de Lisboa que dará comienzo a las negociaciones oficiales de salida de la U.E. Negociaciones, que podrían extenderse hasta 2 años.

En España, los datos macroeconómicos tuvieron un tono mixto, con la producción industrial creciendo +2,5% interanual pero con un freno en los datos de consumo: las ventas al por menor registraron un crecimiento nulo en febrero. Sin embargo, la noticia más destacada fue el dato final de déficit público que según el Gobierno cerró 2016 en el -4,3% del PIB (-4,54% si se incluyen ayudas públicas al sector financiero), por debajo del 4,6% exigido por Bruselas.

Finalmente en el mundo emergente, las principales economías dan señales de estabilización y menores tensiones inflacionistas en aquellas que habían sufrido repuntes fuertes de los precios al consumo el año pasado. En China se moderó el crecimiento del consumo con las ventas al por menor en cifras acumuladas de los dos primeros meses del año, creciendo un +9,5% interanual desde +10,4% anterior. Pero por el lado positivo, la producción industrial repuntó hasta +6,3% interanual desde el +6% anterior. En Brasil y Rusia, la inflación continuó frenándose, con el IPC de febrero moderándose en ambas economías hasta el +4,7% y del +5%, respectivamente.

Retrocesos para el precio del petróleo, dejándose la cotización del barril de Brent un -5% hasta 53\$. El incremento de la oferta explicó esta evolución al confirmarse que la producción de petróleo de esquisto en EE.UU. continúa incrementándose, lo que eleva los inventarios. Por su parte, el oro se mantuvo soportado y cerró el mes en niveles de 1.249 \$/onza.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS DE RENTA FIJA

En los mercados financieros el buen tono de los indicadores adelantados y un discurso menos expansivo por parte de los Bancos Centrales, presionó la renta fija de mayor calificación crediticia que terminó el mes con descensos. Esta tendencia fue más pronunciada en el caso de la deuda pública de Alemania, donde la rentabilidad exigida a 10 años se elevó 14 p.b. en el trimestre hasta el 0,33%. Por su parte, la deuda periférica logró mejor comportamiento ante el freno de la incertidumbre política: en el caso de España, los tipos a 10 años cerraron marzo por debajo del 1,7% desde el 1,45% de principio de año y el índice conjunto de deuda pública española terminó plano. En Estados Unidos, y a pesar de la subida de tipos oficiales de la Fed, en el mercado secundario los tipos a 10 años se redujeron 5p.b. hasta niveles del 2,4%.

A pesar de la subida de los tipos soberanos, la deuda de empresas logró terminar el mes en positivo apoyada en la reducción de los diferenciales. El mejor comportamiento, fue para la deuda de empresas con calificación crediticia de "high yield" que se anotó a nivel global un +2,5%, mientras que la de grado de inversión se anotó un +1,3%. Por su parte, la deuda emergente soberana se desmarcó y terminó con grandes ganancias tanto en moneda local como en dólares.

Mayor volatilidad en el mercado de divisas y en particular el cruce euro-dólar, que registró movimientos de ida y vuelta: el euro se apreció un 2,5% en el trimestre acercándose a 1,08 EUR/USD, con la mejora de las perspectivas de crecimiento de la zona euro y una posible mayor reducción de los estímulos del BCE. Sin embargo, a finales del trimestre, la moderación de la inflación frenó esta tendencia y redujo la subida del euro hasta niveles de 1,065 EUR/USD (+0,7% para la moneda única). La libra esterlina se sobrepuso al anuncio oficial del "Brexit" y se revalorizó un +0,6% frente al euro, cerrando por debajo del 0,85 EUR/GBP con el apoyo de un discurso menos expansivo desde el Banco de Inglaterra. Comportamiento similar para el yen, que se apreció hasta los 119 EUR/JPY.

MERCADOS BURSÁTILES

Continuaron las ganancias en las bolsas apoyadas en la aceleración del crecimiento. Durante marzo destacó el mejor comportamiento relativo de las plazas europeas, siendo que el Eurostoxx50 se revalorizó un +6,39%, con el Ibex35 liderando las ganancias al anotarse un +11,88%. También las bolsas emergentes tuvieron un buen comportamiento al subir el MSCI Emergentes un +11,14%. Por su parte, la bolsa estadounidense se tomó un respiro y el S&P500 terminó el trimestre con una subida del 5,53%. La excepción a esta buena evolución fue para la bolsa japonesa, perdiendo el Toppix un -0,4% en el mes.

RECOMENDACIONES Y ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

La evolución de la economía mundial seguirá siendo positiva según indican los datos de confianza de empresarios y consumidores, que se sitúan en máximos de hace años o décadas, en algunos casos. Si bien los últimos datos de actividad real no han sido tan elevados como los de confianza, hay que advertir que estos indicadores suelen anticipar acontecimientos a tres o seis meses, por lo que el mayor dinamismo se haría manifiesto en este segundo trimestre.

En este contexto, analistas y organismos internacionales están revisando al alza las previsiones de crecimiento que se hicieron a comienzos de año, especialmente para Estados Unidos y la Eurozona. En Estados Unidos continúa el dinamismo del consumo y la producción industrial comienza a repuntar. En la Eurozona, la desaceleración prevista en países como España, Alemania y Francia no se está confirmando, por lo que se pueden esperar ritmos parecidos a los del año pasado. Por el lado de la inflación, las noticias son positivas porque tras evitar la deflación se ha frenado también el excesivo aumento de la inflación que se había temido tras conocerse los datos de precios de enero y febrero, meses en que se agudizó el diferencial de precios energéticos entre éste y el año pasado. Así pues, mientras el precio del petróleo se mantenga alrededor de 50 dólares por barril, la inflación se irá consolidando al alza pero de una manera gradual hasta alcanzar el nivel objetivo de los bancos centrales, un 2% en el caso de la FED y el BCE.

Este escenario de crecimiento e inflación moderada respalda la conveniencia de políticas monetarias menos expansivas, en Estados Unidos, principalmente, pero también en Europa. No obstante, la prudencia con la que se ha ido actuando hasta ahora nos permite confiar en que tanto la FED este año, como el BCE en 2018, seguirán un camino muy gradual y que los cambios serán comunicados con la debida antelación. En concreto, se prevé que la FED realice dos subidas adicionales este año, lo que elevaría el precio del dinero hasta 1,25%-1,5% a finales del año. Estas expectativas no están totalmente puestas en precios por el mercado, por lo que los tipos de interés americanos seguirán subiendo y, a finales de año se situarán por lo menos medio punto porcentual más altos que ahora.

En Europa, el BCE comienza a reducir el ritmo de compras de activos en abril y este régimen seguirá vigente hasta finales de 2017. No obstante, es posible que unos meses antes de terminar el año comunique nuevas reducciones al programa y que se contemple un aumento de los tipos de interés oficiales en 2018.

En este contexto, la inversión en activos monetarios sigue siendo poco rentable y la inversión en renta fija conlleva riesgos de tipos de interés – cuando éstos suben, cae el precio de los bonos - por lo que es conveniente invertir en bonos de corta duración para atenuar el riesgo de tipos, y aumentar ligeramente el riesgo de crédito, que se favorecido por el entorno actual; a pesar de que la popularidad de esta estrategia en el último año, ha encarecido la deuda corporativa. En el plano de los bonos soberanos, todavía existe algún valor en la deuda periférica europea que ha sufrido ampliaciones de las primas de riesgo por factores políticos que podrían despejarse a lo largo de este trimestre. La inversión en bonos americanos puede beneficiarse de una gestión activa que saque partido a la mayor rentabilidad de estos bonos pero evite las pérdidas por subida de tipos de interés, aprovechando los vaivenes del mercado y gestionando la duración de forma muy flexible. En cuanto a la deuda corporativa, a pesar del descenso de las rentabilidades ofrecidas, todavía se pueden encontrar nichos dentro de las categorías "high yield", empresas en países emergentes y financieras europeas. En ese contexto, se recomienda diversificar al máximo la cartera de renta fija.

A pesar del buen comportamiento de la renta variable en lo que va de año y de que las bolsas no están baratas, todavía tiene potencial de subida porque el crecimiento de los beneficios empresariales se ha seguido revisando al alza. La temporada de resultados empresariales del primer trimestre de este año, que comienza en unos días, debería confirmarlo. En este sentido, habría que hacer una distinción entre la bolsa americana y la europea, regiones en las que estamos sobreponderados. Si bien la economía a ambos lados del Atlántico está siendo muy positiva, la política está siendo menos propicia. No obstante, si los temores políticos que han impedido mayores subidas en las bolsas europeas se van disipando, éstas podrían tener un mayor recorrido que la americana, a la que la falta de concreción en la política económica les seguirá pesando. Las bolsas emergentes también mantienen su potencial. La estabilidad que ha demostrado China, unida a una India en estado de gracia (producción industrial, exportaciones al alza) tras sobrevivir el duro proceso de desmonetización del año pasado, sienta una buena base para que los beneficios sigan al alza, sobre todo en Asia. Por otro lado, la mejora en el precio de las materias primas, la recuperación de Brasil y Rusia, y un dólar que no se prevé mucho más fuerte, permitirán que las otras regiones emergentes también muestren mejoría de beneficios. La exposición sectorial seguirá siendo relevante, aunque aumentará también la importancia de la selección de valores. Dado que la expansión cíclica se está alargando, primamos la exposición a sectores más cíclicos como tecnología y financiero en las carteras, buscando un equilibrio con las oportunidades existentes en sectores más defensivos. Por el lado negativo, las bolsas seguirán expuestas a los riesgos políticos; en Europa, con las elecciones en Francia como el más importante, aunque sin perder de vista la amenaza populista en Italia y las difíciles negociaciones por el Brexit. En Estados Unidos, los inversores se han dado cuenta de que las medidas de estímulo fiscal tardarán en implementarse, y que podrían ser menos considerables que lo prometido.

En el mercado de divisas, al dólar le está costando seguir fortaleciéndose por la incertidumbre sobre la política económica del gobierno americano, pero las subidas de tipos previstas para este año darán soporte al billete verde que tendería hacia niveles más cercanos a la paridad. Por lo anterior, además de por diversificación y como medio para atenuar el riesgo político en Europa, se recomienda mantener exposición a dólares en cartera.

Como conclusión, el contexto actual es favorable para los activos financieros ligados al ciclo pero se esperan repuntes de volatilidad que aconsejan mantener muy diversificadas las carteras: con una exposición neutral en activos monetarios a pesar de su nula rentabilidad, y con una exposición inferior a la neutral en renta fija. La renta variable sigue siendo el activo con mayor potencial, y por lo tanto, mantenemos su sobreponderación.

