

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 Pensiones S.G.F.P., 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 segundo trimestre del año 2017, la confirmación de las expectativas de una mejora de la actividad mundial unido al aumento de los beneficios empresariales fueron los soportes del buen tono en los mercados bursátiles mundiales, que cerraron esta primera mitad del año con una revalorización del +10% para el MSCI World. Sin embargo, en junio, el comportamiento de las bolsas fue algo más errático, ya que nuevos matices en los discursos de los Bancos Centrales aumentaron la posibilidad a que la política monetaria sea menos expansiva en los próximos meses, lo que introduce incertidumbre en las bolsas.*

En Estados Unidos, la Fed elevó por segunda vez en el año el precio del dinero, situándolo ahora en el intervalo entre 1% - 1,25%. Además, la autoridad monetaria mantuvo sus previsiones, en las cuales apunta a una nueva subida de los tipos oficiales antes del final del año. Por otra parte, también desveló su plan para comenzar una normalización del balance, mediante el cual en un primer momento reduciría las tenencias de títulos de deuda pública a un ritmo de 6.000 M\$ mensuales y otros 4.000 M\$ en bonos hipotecarios, permitiendo a partir de aquí, aumentar estas cifras con carácter trimestral. Los datos macroeconómicos siguen mostrando una economía en expansión. Las ventas al por menor cayeron en mayo un -0,3% mensual, pero en términos interanuales el crecimiento es del +3,8%, manteniéndose cerca de 1 p.p. por encima de la media del año pasado. También la producción industrial se estancó en mayo, pero avanzó a ritmos del +2,2% interanual frente a caídas del -1% registradas en los dos años anteriores.

El BCE mantuvo inalterada la política monetaria en la reunión realizada a comienzos de junio, pero la novedad vino semanas después en la celebración de su reunión anual en Sintra (Portugal), donde el presidente Mario Draghi señaló que “el BCE va a acompañar la recuperación ajustando sus políticas”, mensaje que se tradujo en una revisión de las expectativas sobre la política monetaria, elevado la posibilidad a una retirada de estímulos.

También en el seno del Banco de Inglaterra la reunión de junio mostró una mayor división entre sus miembros. Aunque la autoridad decidió no alterar el precio del dinero, tres de los ocho miembros votaron a favor de subir ya en esta ocasión los tipos oficiales, mientras que en anteriores reuniones solamente uno de los miembros se mostrara favorable a la opción de incrementar los tipos oficiales. En el plano político, en Europa el mes quedó marcado por el inicio oficial de las negociaciones del “Brexit”. En este primer capítulo del proceso, el ejecutivo británico se mostró más dispuesto para acercar posiciones en las prioridades marcadas por el U.E.: factura de salida para el Reino Unido, el futuro de los ciudadanos de la región residentes en el Reino Unido y la frontera irlandesa. Por otro lado, se confirmó también la mayor estabilidad política en Francia, con la victoria del partido del presidente Macron en las elecciones legislativas, alcanzando la mayoría

absoluta en la Asamblea Nacional gala con 350 escaños de un total de 577. El fondo de los datos macroeconómicos publicados mantuvo una tónica positiva, confirmando que la reactivación económica sigue su curso. En particular, el crecimiento de la Euro-zona se ha fortalecido en los últimos meses, con una menor dispersión entre los países, una reactivación de la inversión y también del empleo. En los últimos 12 meses, la tasa de paro bajó casi 1 p.p. en el conjunto de la región, lo que impulsó la confianza de los consumidores en junio hasta -1,3, máximos desde 2001. En cuanto a la inflación, se moderó el IPC una décima en junio hasta el +1,3% interanual, pero repuntó la tasa subyacente dos décimas hasta niveles del +1,1%.

En las economías emergentes, continuó la tendencia de recuperación y estabilización del crecimiento. En China, las ventas al por menor avanzaron +10,7% interanual en mayo, mostrando el dinamismo del consumo. Por su parte, tanto Brasil como Rusia abandonaron la recesión, al crecer el PIB en el TT en ambas economías y con la confianza de los empresarios situándose en terreno de expansión, lo que señala que esta reactivación seguirá en los próximos meses.

Continuó la elevada volatilidad en el precio del crudo, que para la referencia Brent terminó con una caída del -5% hasta 48\$/barril, ya que la oferta sigue elevándose. También el oro registró pérdidas: se dejó -4,7%, presionado por la subida de los tipos de interés.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS DE RENTA FIJA

El mensaje menos expansivo de los Bancos Centrales y la mejora de la actividad en la Euro-zona, se reflejaron con rapidez en los mercados de renta fija y en el de divisas. El cambio de tono del BCE, derivó en un repunte de las rentabilidades exigidas a la deuda de Alemania, con el bono a 10 años repuntando +26 p.b. en el trimestre hasta niveles del 0,47%. Esta subida de los tipos base afectó también la deuda periférica, pero que fue en gran parte compensada por el descenso de las primas de riesgo y en el caso del bono de España a 10 años, las rentabilidades exigidas se redujeron ligeramente (+26 p.b.) hasta el 1,55%.

El crédito también se apoyó en los descensos de los diferenciales y se sobrepuso a la subida de los tipos de la deuda pública. El mejor comportamiento fue para la deuda “high yield” que a nivel global se anotó +1,4%, mientras que la de grado de inversión cerró con ligeras subidas.

Las divisas también reflejaron el cambio de tono del BCE y el euro se apreció en sus principales cruces. Destacó la subida del euro frente al dólar (+6,64% en el trimestre) que llevó el cruce hasta niveles por encima del 1,14 EUR/USD. La moneda única también se revalorizó frente a la libra esterlina, acercándose a niveles del 0,88 EUR/GBP y frente al yen logró la mayor subida al anotarse +7,53% hasta los 128 EUR/YEN.

## MERCADOS BURSÁTILES

A nivel mundial las bolsas cerraron uno de los mejores semestres de los últimos años, con el MSCI World subiendo un +10,25% en lo que va de año. Sin embargo, en junio el comportamiento fue dispar por regiones: las bolsas emergentes y las estadounidenses lograron terminar con subidas del +2,27% para el S&P 500 y para el MSCI Emerging. Por su parte, la subida del euro pesó en nombres exportadores de la euro-zona y el Eurostoxx50 frenó su buen comportamiento dejándose un -1,69% en el trimestre y el IBEX 35 completando el trimestre casi plano (-0,18%).

## RECOMENDACIONES Y ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

La economía global se está acelerando –especialmente en la Eurozona y algunos países emergentes– aunque sin presiones sobre la inflación.

En este contexto, los grandes bancos centrales están preparando al mercado para la normalización de su política: la inflación en los precios de los bienes de consumo puede estar moderándose pero el precio de los activos financieros está llegando a niveles muy altos. Así pues, la presidenta de la Reserva Federal señaló que seguirán las subidas graduales de tipos de interés, lo que apunta a un nuevo aumento en la segunda parte del año. En la Eurozona, tras la mejoría en el ámbito de la política y con sorpresas positivas en el crecimiento, el BCE ha manifestado que es posible que en septiembre se comience a evaluar una reducción del programa de compra de bonos. Este discurso menos expansivo también se ha hecho presente en el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá. La reacción del mercado a estos cambios de sesgo ha sido contundente, con fuertes subidas en las rentabilidades de la deuda, especialmente en los largos plazos. Esta reacción inmediata y generalizada podría ser algo exagerada ya que el endurecimiento propuesto no será drástico. Los bancos centrales están tanteando el terreno, preparando a los mercados con anticipación y observando cómo éstos reaccionan a los comunicados. El cambio que proponen no es baladí - un mercado global que ha pasado años con tipos de interés bajos y abundante liquidez tiene el riesgo de terminar con activos financieros sobrevalorados - por lo que les parece importante advertir a los inversores de que esta situación va a variar, aunque tienen claro que deben dar tiempo a los mercados para adaptarse. En ese contexto, nuestra estrategia no ha cambiado en lo esencial. Por ejemplo, creemos prudente seguir manteniendo el peso de los activos monetarios en las carteras. Esta categoría de activo no aporta rentabilidad pero sirve de colchón en los momentos en que los bancos centrales ajustan su política, y provocan descensos tanto de la renta fija como de la renta variable. Mantenemos también el peso de la renta fija global, evitando los bonos soberanos – a excepción de la deuda periférica, donde se esperan descensos en las primas de riesgo a raíz de la mejora del ambiente político europeo y la esperada revisión al alza de las calificaciones crediticias de estos países. Mantenemos la preferencia por duraciones cortas (2-3

años en promedio) para atenuar el efecto de tipos de interés al alza y porque los tipos a corto plazo tendrán menos volatilidad al estar anclados a las políticas de los bancos centrales. El recorte en la duración de las inversiones se compensa con un mayor peso en deuda privada a fin de aumentar la rentabilidad, y también porque el contexto actual de crecimiento y baja inflación favorece al crédito. Aunque las valoraciones son muy exigentes, el crédito aporta un plus de rentabilidad y, dentro de esta categoría de renta fija, seguimos viendo mayor potencial en crédito “high yield” de corto plazo, deuda emergente, bonos convertibles y renta fija global gestionada de forma activa y flexible.

Mantenemos también nuestra ligera sobre ponderación en renta variable. Se prevé que las próximas semanas serán algo más volátiles porque los bancos centrales están endureciendo su discurso en un momento en que las valoraciones son bastante exigentes y las bolsas están sin dirección a la espera de conocer los resultados empresariales del segundo trimestre que comienzan a publicarse este mes. Se estiman aumentos de dos dígitos en los beneficios, lo que debería limitar las correcciones. Al examinar el precio de la renta variable, es necesario distinguir al interior de los índices principales. Por ejemplo, los valores tecnológicos (sobre todo en la bolsa americana) están en niveles muy exigentes, mientras que bancos o industriales están en su precio o baratos. En cuanto a regiones, seguimos prefiriendo a las bolsas europeas por valoración, por su mayor apalancamiento operativo y porque se han reducido las expectativas de una aceleración del crecimiento americano ante la ausencia de gasto en infraestructuras. No obstante, la solidez de los beneficios de las empresas americanas (su ROE es uno de los más altos) y la posibilidad de que en el segundo semestre se aprueben medidas que permitan revitalizar la economía americana, nos mantiene razonablemente optimistas respecto a la renta variable de Estados Unidos. En cuanto a renta variable emergente, el contexto es más positivo para las empresas asiáticas, con mayor crecimiento y menores costes de insumos y materias primas. No obstante, también hay valor en la renta variable de Europa Emergente y Latinoamérica, por aceleración del crecimiento y valoraciones atractivas.

El euro se ha visto impulsado por la mejora de la economía y política europea y la decepción por la falta de avances en Estados Unidos. No obstante, el dólar podría volver a apreciarse si la economía americana anunciase una política fiscal más activa. Aun así, el reciente cambio de discurso del BCE requiere una modificación del rango objetivo para el eurodólar en 2017 hasta 1,12 - 1,07 EUR/USD. La libra esterlina seguirá bajo presión mientras duren las negociaciones del Brexit, lo que la podría llevar a niveles de 0,89 - 0,90 EUR/GBP, a pesar de que una subida de tipos por el BoE podría detener el proceso antes.

En cuanto al precio del petróleo, se espera que haya tocado fondo en el nivel de 45 dólares por barril de Brent, precio que frena el aumento de la producción de las explotaciones menos eficientes. Se prevé que en las próximas semanas avance hasta los 50 dólares.

