

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

Se cumplen diez años de intervenciones extraordinarias por parte de los Bancos Centrales en los mercados financieros. Durante estos diez años hemos visto cómo el único factor realmente importante era la magnitud y evolución del programa de compras de bonos por parte de dichos Bancos Centrales, siendo este el principal determinante de la valoración del resto de activos. Un mercado dirigido y condicionado de forma deliberada por una autoridad centralizada ha tenido efectos colaterales tales como:

- Eliminación de la volatilidad.
- Estrechamiento artificial de los diferenciales de crédito por el efecto exclusión.
- Tipos de interés negativos.
- Alza de los mercados bursátiles.

Otro efecto de este tipo de intervención ha sido acentuar aún más de los desequilibrios en el reparto de la riqueza entre los inversores en activos financieros y las grandes corporaciones y los trabajadores. Esta divergencia ha traído consigo el florecimiento de movimientos de corte populista y antisistema a ambos lados del Atlántico, desde el "America First" hasta el desafío contra la UE por partidos de corte antisistema en Italia pasando por el Brexit.

Lógicamente, no todas las consecuencias han sido negativas. Las políticas monetarias no ortodoxas consiguieron mitigar los efectos de la gran crisis financiera iniciada en 2008 y que sin duda hubiese tenido consecuencias incluso peores de no haberse adoptado. La gran pregunta a la que nos enfrentamos, así como la prueba de la solidez del sistema y de la capacidad de las firmas de gestión de activos será el comportamiento del primero y el desempeño de las segundas ahora que el crecimiento económico mundial sigue siendo satisfactorio, los resultados empresariales son robustos y que la intervención de los Bancos Centrales ha comenzado su marcha atrás. ¿Volveremos a un ciclo económico clásico o tiraremos de arsenal de políticas monetarias no convencionales?

En el momento de ciclo actual es importante diferenciar entre los que significa una "moderación cíclica" (en la que pensamos que nos encontramos) y una "contracción" (de la cual no parece haber síntomas en el corto plazo). Tras el mayor ciclo alcista bursátil de la historia y la recuperación experimentada en las tasas de

crecimiento de las distintas economías mundiales, sobre todo con un crecimiento sincronizado a nivel mundial desde 2016, parece evidente afirmar que nos encontramos en un ciclo maduro.

Esta madurez queda muy bien ilustrada en la evolución de un índice de actividad como es el Purchasing Managers Index o PMIs a nivel global. Se considera que una economía entra en contracción cuando este indicador muestra medidas por debajo de 50. Como puede verse en el gráfico de la derecha, todas las regiones del mundo han experimentado aceleraciones desde el segundo semestre de 2016. En economías desarrolladas es, no obstante, imposible incrementar de forma permanente la actividad sobre el trimestre anterior por una simple cuestión de cálculo. Es por ello que vemos que la actividad en el sector manufacturero experimentó un pico en el primer trimestre de 2018 y ha desacelerado su crecimiento durante el resto del año, sin que ello signifique que se encuentre en contracción o que esta vaya a ser necesariamente su evolución futura próxima. En este sentido, pensamos que se trata más de una moderación frente al fuerte crecimiento experimentado en trimestres anteriores y un reflejo de la madurez actual del ciclo mencionada anteriormente. Hay que resaltar de hecho el último dato publicado en el mes de Agosto en EEUU, que fue por encima de 61.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS DE RENTA FIJA

Los bonos de gobiernos y los activos libres de riesgo siguen ofreciendo rentabilidades cercanas a cero o directamente negativas. Incluso si los tipos se mantuviesen en los niveles actuales, los retornos finales de los bonos a corto y medio plazo seguirían siendo negativos para el inversor. A esto hay que añadir las observaciones del presidente del BCE Mario Draghi en su última comparecencia ante el Parlamento Europeo el pasado 24/09/2018 en las que finalmente advertía de una recuperación "relativamente vigorosa" de la inflación subyacente por el crecimiento de los salarios y de la escasez de mano de obra en algunos países y sectores, indicando que esta tendencia se mantendría a medio plazo. En lo relativo al crecimiento, Draghi planteaba también por primera vez un panorama optimista para la Eurozona pese a las amenazas que suponen la guerra comercial y la vulnerabilidad de algunas economías emergentes.

## MERCADOS BURSÁTILES

El crecimiento de los beneficios corporativos ha seguido a un ritmo del 15% aproximadamente durante la primera mitad del 2018. Las compañías americanas, que representan un 50% del total de la capitalización bursátil mundial, se han visto además beneficiadas por el impulso fiscal desde comienzos del presente ejercicio y un robusto crecimiento tanto local como a nivel mundial. Beneficios subiendo y ligeras correcciones en precio como las observadas durante los meses de Agosto y Septiembre han hecho que los múltiplos de valoración (PER) se relajen en prácticamente en todas las plazas mundiales y que ahora mismo tengamos unas valoraciones en línea con las históricas a largo plazo y sensiblemente más bajas a las de hace un año en estas mismas fechas.

El argumento de valoración unido a que no pensamos que nos encontramos todavía frente a una contracción cíclica y que, pasado Octubre, entramos en meses que tradicionalmente son favorables a la evolución de las bolsas, nos a ser selectivos e incrementar de forma progresiva nuestro peso en renta variable disminuyendo la asignación a liquidez que mantuvimos durante el trimestre anterior.

El sector bancario merece una especial atención. Todo el sector experimentó un intenso escrutinio regulatorio como consecuencia de la gran crisis financiera de 2008. La interconectividad del sistema financiero y el alto nivel de apalancamiento combinado con bajos colchones de capital del sector fueron algunas de las claves que originaron esta y que amplificaron sus efectos a nivel global. Como consecuencia de todo ello, los bancos europeos se encuentran mucho mejor posicionados desde un punto de vista de solvencia para afrontar cualquier crisis de liquidez futura, si bien es cierto que, como consecuencia de las mayores exigencias de capital actuales y la política de tipos cero implementada por los bancos centrales, afrontan un problema de ingresos y de vuelta a la rentabilidad (ROEs) vía márgenes. Tras el proceso de consolidación y adaptación a las nuevas exigencias de capital experimentado desde 2009, alguno de los “vientos de cara”, experimentados por el sector, empiezan a ceder. Aunque en general la rentabilidad sobre activos ha mejorado notablemente, el retorno hacia ROEs aceptables para el accionista sigue siendo la gran asignatura pendiente. Se trata no obstante de un problema de rentabilidad y no de solvencia, que es la principal amenaza de una industria que, por la propia naturaleza de su negocio, opera con amplios niveles de apalancamiento.

En cuanto a los mercados emergentes, estos han mostrado históricamente una fuerte correlación inversa con los movimientos de U\$, comportándose relativamente peor en fases de apreciación de este último. En lo que llevamos de 2018, tan sólo Colombia, Qatar y México han obtenido un mejor resultado que el MSCI World. Pensamos que actualmente la divisa americana debería estabilizarse en los niveles actuales, ya que el efecto del ciclo de subidas de

tipos de interés por parte de la FED ha sido ya incorporado al mercado y una pausa en dicho ciclo podría ser un catalizador muy positivo para los EM en su conjunto..

## RECOMENDACIONES Y ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

En línea con lo comentado en párrafos anteriores, pensamos que el hecho de asistir a una simple moderación del ciclo económico y que de momento no existen señales que nos lleven a anticipar una brusca contracción de la actividad a nivel mundial, junto con las previsiones de beneficios empresariales para el tercer trimestre de 2018 indican que es demasiado pronto para adoptar una posición muy prudente en los activos de renta variable.

Somos especialmente positivos en la evolución de las bolsas europeas, donde el peso del sector financiero es muy relevante y donde los factores que mencionábamos (tipos de interés negativos y presión regulatoria) se encuentran ya reflejados en las valoraciones actuales, especialmente en el caso de bancos españoles. El fin del ciclo de tipos negativos en Europa y la estabilización del Euribor debería dar soporte a las cotizaciones del sector, que por su peso relativo dentro de los índices europeos implicaría un mejor comportamiento de estos frente a sus homólogos USA.

En cuanto a los mercados emergentes, aunque los riesgos de una guerra comercial, una posible recesión en USA según avance 2019 o el enfriamiento del crédito en China son factores que pesan en contra, creemos que las valoraciones son actualmente muy atractivas dentro de este segmento y que por lo tanto este es un punto de entrada que presenta un margen de seguridad aceptable.

En todo lo relativo a la renta fija, pensamos que lo acertado es continuar con estrategias basadas en mantener duraciones bajas en todas nuestras carteras. La preservación del capital acumulado tras muchos años de rentabilidades positivas en el segmento de renta fija, es el principal objetivo de las carteras más conservadoras mientras que las TIRes se recuperan y estabilizan. Por dicha razón los bonos flotantes han pasado a representar una parte importante de nuestras carteras de corto plazo.

En el contexto actual, donde el mundo no puede operar con tipos excesivamente altos, la gradual recuperación de tipos de interés positivos no debería ser un proceso muy largo y tampoco contemplamos tipos en línea con los que han sido normales históricamente, aunque sí superiores a los actuales. Existen oportunidades en bonos corporativos dentro de mercados emergentes, pero es necesario un análisis de crédito nombre a nombre. También vemos valor en el bono a 10 años USA para construir posiciones en niveles que van desde el 3,10% al 3,25% para aquellos inversores con una parte de su cartera denominada en dólares.

