

DICIEMBRE DE 2017

# INFORME DEL MERCADO EUROPEO

Exclusivamente para inversores institucionales.

 **Santander**  
ASSET MANAGEMENT

# INFORME ECONÓMICO

**Agustín Carles**  
Director Global  
de Análisis Macroeconómico



## PERSPECTIVA MUNDIAL

El crecimiento del PIB mundial apunta a una aceleración hasta el 3,6% en 2017, algo por encima de las estimaciones iniciales. Esto se debe a que las tasas de crecimiento han batido en general las expectativas en el 3TR17 (los datos de PIB real correspondientes al 4TR17 todavía no se han publicado). El rebote en las tasas de crecimiento trimestrales se observó no solo en las economías desarrolladas, sino también, de forma alentadora, en las emergentes, donde llevaban desacelerándose desde 2013, quedando así rezagadas frente a la evolución de las economías desarrolladas.

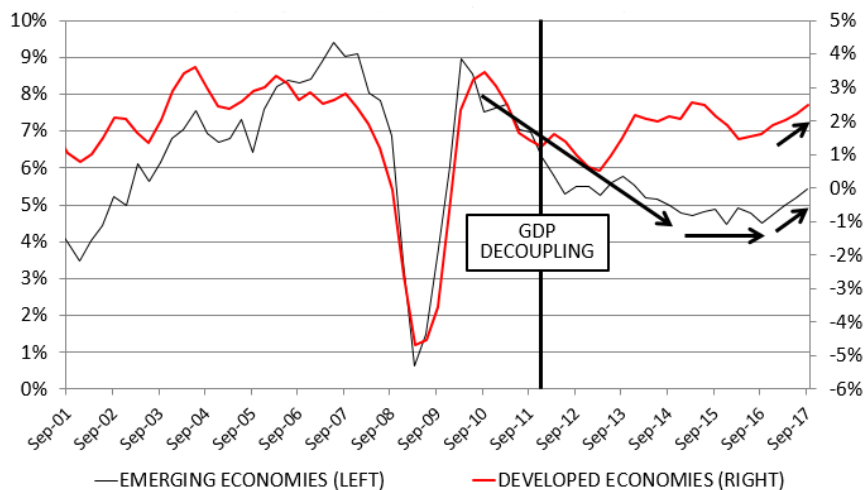
Con todo, aún es más importante es que, ahora que 2017 queda atrás, se prevé que el crecimiento mundial continúe acelerándose en 2018 hasta el 3,7%, según las previsiones de consenso. Aunque pueda parecer una aceleración modesta, resulta significativo que constituirá el mayor ritmo de crecimiento desde 2011, año en el que la economía mundial se expandió a una tasa del 4,3%. Teniendo en cuenta todo lo anterior, consideramos que el ciclo mundial podría prolongarse hasta 2018 (las brechas de producción mundial y regionales están prácticamente cerradas en la fase actual), mientras que los riesgos para el crecimiento mundial en 2018 presentan un sesgo alcista.

En este marco, no es casualidad que varios de los principales indicadores de confianza en muchas de las principales economías mundiales se hayan situado en los últimos meses en sus niveles más altos desde al menos 2011.

No obstante, los fundamentales de algunas de las principales economías no han mejorado hasta el punto de sugerir que las recientes tasas de crecimiento en EE.UU. y la zona euro resultan sostenibles a medio plazo. Sin embargo, las potentes señales procedentes de la confianza en ambas regiones y la fortaleza del ciclo mundial sustentarían una cierta prolongación del statu quo durante los próximos trimestres. En este sentido, la recuperación del crecimiento en las economías emergentes representa un estímulo para el crecimiento de la zona euro, mientras que los recortes fiscales en Estados Unidos también podrían ofrecer un acicate para el crecimiento.

A pesar de la aceleración en el crecimiento mundial, seguimos esperando que la inflación se mantenga contenida durante los próximos trimestres.

### Economías desarrolladas y emergentes del mundo (PIB interanual)



## ESTADOS UNIDOS

Tras debilitarse hacia finales de 2016, el crecimiento del PIB en EE.UU. se aceleró en los dos últimos trimestres hasta un ritmo ligeramente superior al 3% (anualizado). Aunque anticipamos cierta moderación en el último trimestre de 2017 –el crecimiento definitivo podría estar en torno al 2,5% en el 4TR17– esto no es algo que nos preocupe, sobre todo porque las aportaciones del sector externo y los inventarios serán los principales factores detrás de esta moderación. Ambos componentes podrían detraer de forma agregada más de un punto porcentual al crecimiento del PIB en el 4TR.

Dejando esto a un lado, la buena noticia es que la recuperación en las perspectivas de inversión empresarial se ha afianzado. Por quinto trimestre consecutivo hemos incorporado una aceleración adicional en la inversión empresarial a nuestras previsiones para el 4TR17. Esto podría llevar su tasa de crecimiento por encima del 10% (anualizado), su mayor porcentaje desde el 3TR14. De continuar acelerándose en los próximos trimestres o superar nuestras previsiones, podría registrar fácilmente su mayor tasa desde 2011.

Como ya mencionamos en boletines anteriores, la evolución de la brecha de producción en EE.UU. sugiere claramente que el ciclo de expansión dispone de margen para continuar hasta que alcance niveles críticos coherentes con recesiones anteriores.

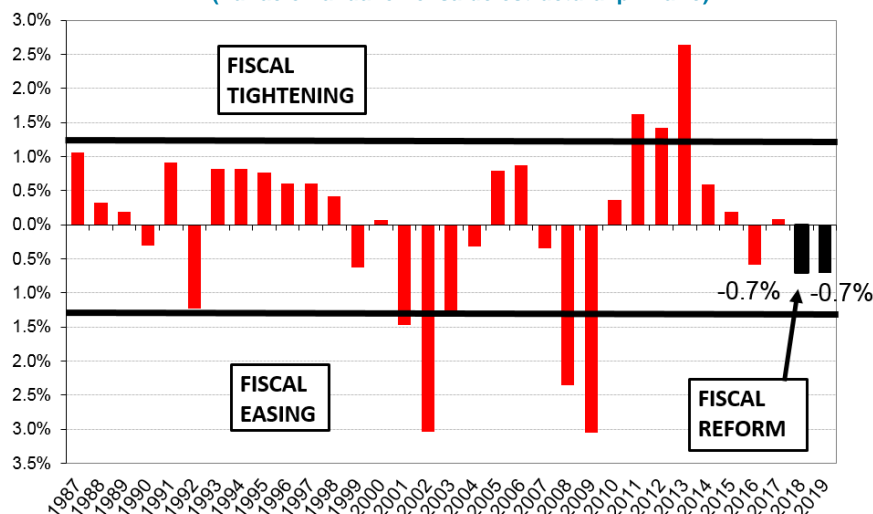
En este cierre del trimestre asistimos finalmente a la llegada de los estímulos presupuestarios por parte de la Administración Trump en forma de un paquete de recortes fiscales, equivalentes a un 0,6% del PIB, que se aprobó justo antes del final del año. Aunque no consideramos que el paquete sea lo suficientemente grande como para alterar considerablemente la perspectiva de crecimiento, es indudable que supondrá un revulsivo para el crecimiento estadounidense en 2018 y 2019.

Los recortes fiscales aumentarán la renta disponible de los hogares, lo que probablemente se traducirá en cierto crecimiento adicional de los niveles de consumo en el corto plazo. Con todo, la mayoría de previsiones de instituciones y *think-tanks* les otorgan un impacto reducido, cuando no inexistente, sobre el crecimiento a medio plazo.

A nuestro juicio, los recortes fiscales constituyen un inoportuno estímulo presupuestario. La actual fase del ciclo sugeriría que el Gobierno debería estar dotando alguna clase de colchón fiscal en previsión de una posible desaceleración económica futura. En lugar de ello, y aunque los recortes fiscales constituyen únicamente una mínima parte de las propuestas iniciales de Trump, se calcula que para 2019 el déficit público alcanzará un nivel próximo al 5% del PIB, algo que no sucede desde comienzos de los años 80. Esto provocará que el ratio de endeudamiento continúe aumentando rápidamente desde unos niveles ya sin precedentes en la historia moderna de EE.UU. Los costes de esta medida se antojan elevados para tan exigua recompensa económica, y además eleva el riesgo a no disponer de suficiente margen presupuestario de maniobra cuando la próxima recesión acabe materializándose.

Respecto a la política monetaria, aunque continuamos esperando dos subidas de tipos por parte de la Reserva Federal este año, cada vez nos inclinamos más por que habrá una tercera (en línea con las proyecciones de la Fed sobre los tipos). El cambio en la presidencia de la Fed no debería afectar a su enfoque gradual de endurecimiento de la política monetaria. Asimismo, no consideramos que el paquete presupuestario tenga tamaño suficiente para modificar de forma considerable las decisiones de la Fed, si bien probablemente reforzará el sesgo hacia tres subidas de tipos durante 2018.

Endurecimiento presupuestario de EE.UU. expresado como % del PIB (Variación anual en el saldo estructural primario)





## ZONA EURO

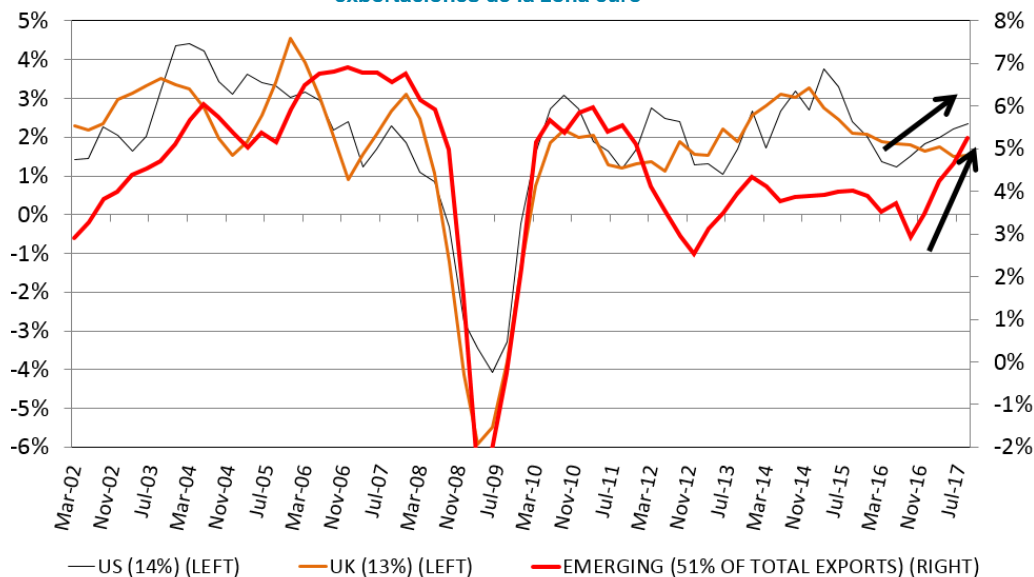
Los datos de confianza se han mantenido bastante sólidos, llegando incluso a subir recientemente. Actualmente apuntan a niveles históricamente coherentes con tasas de crecimiento trimestral en torno al 1%. Consideramos que esta señal es demasiado optimista, dado que no anticipamos que las cifras efectivas del PIB sean tan elevadas, aunque las señales positivas sobre el impulso del crecimiento son evidentes.

En su fase actual de expansión, el crecimiento en la zona euro ha estado claramente respaldado por la evolución de la demanda interna, especialmente del consumo privado. En este sentido, la confianza del consumidor ha alcanzado su nivel más elevado desde comienzos de 2001 y sería coherente con una aceleración del consumo privado de alrededor del 3% a corto plazo.

Asimismo, consideramos que la mejoría en la perspectiva de crecimiento mundial va a ser un factor claramente favorable para la zona euro en 2018. La evolución del crecimiento entre los socios comerciales de Europa es un elemento importante para las exportaciones y, en consecuencia, para el crecimiento del PIB. Según apuntamos en el apartado de perspectiva mundial de la página 2, está previsto que la economía mundial continúe acelerándose en 2018, impulsada por la notable recuperación del crecimiento, especialmente entre muchas economías emergentes. Este optimismo sobre el sector externo se refleja también en algunas lecturas de confianza. En concreto, la confianza alemana sobre las exportaciones sugiere que su crecimiento podría acelerarse de forma bastante acusada en los próximos trimestres. Este efecto se extendería al conjunto de las exportaciones de la zona euro, ya que habitualmente Alemania marca la dirección en este sentido.

En cuanto a la inflación, el IPC subyacente siguió deparando unas lecturas reducidas. Durante algunos meses de 2017 logró escapar provisionalmente de la reducida horquilla en que lleva inmerso desde 2013 (0,7% - 1,0% interanual). Sin embargo, en los últimos meses ha permanecido anclado en el 0,9% interanual. Consideramos que, en última instancia, conforme el crecimiento de los salarios continúe acelerándose paulatinamente, la inflación subyacente debería iniciar una sostenida tendencia alcista de forma progresiva. Pero hasta entonces el BCE mantendrá su postura relativamente expansiva.

**Crecimiento del PIB en las principales regiones receptoras de las exportaciones de la zona euro**



# COMENTARIO SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL FONDO

**Adam Cordery<sup>1</sup>**  
Director global  
de renta fija europea



## FONDO SANTANDER AM EURO CORPORATE BOND

Las rentabilidades de la deuda denominada en euros fueron ligeramente negativas en diciembre; la deuda corporativa batió en general a los bunds alemanes. La rentabilidad del Bund a cinco años se amplió en 10 p.b. durante el mes, generando una rentabilidad total negativa.

El BCE no modificó su política en su última reunión de 2017, y en su comunicado y rueda de prensa posteriores reiteró su posición a largo plazo en el sentido de que está preparado para proseguir la flexibilización cuantitativa si considera que está justificado. Los diferenciales de la deuda corporativa se estrecharon entre uno y dos p.b. respecto a los bunds.

En diciembre, la actividad en las carteras fue limitada, si bien se beneficiaron de una posición sobreponderada en deuda corporativa.

	Diciembre de 2017	2017	3 años	5 años
Fondo	-0,32%	2,92%	1,61%	N/D
Índice de referencia <sup>2</sup>	-0,30%	2,41%	2,22%	N/D
<b>Rentabilidad relativa (+/-)</b>	<b>-0,02%</b>	<b>+0,51%</b>	<b>-0,61%</b>	<b>N/D</b>
% Invertido			83,76%	
Número de posiciones			273	
Rendimiento al vencimiento			1,44%	
Duración			5,27	
ISIN		LU1003781322		
Clase de acciones			I	
Comisión de Gestión			0,50%	
TER (2017)			0,86%	

<sup>1</sup>Adam se incorporó a Santander AM en abril de 2013 y ha gestionado el Fondo desde su lanzamiento (27 de diciembre de 2013). Rentabilidad neta de comisiones, en EUR; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. <sup>2</sup>BOFA ML EMU Euro Corporate Bond. Fuente: Santander AM Performance Department. Datos a 31 de diciembre de 2017.

**Leticia Santaolalla<sup>1</sup>**  
Gestora de cartera  
de renta variable europea



### FONDO SANTANDER AM EURO EQUITY

En diciembre, el fondo cerró el mes con una rentabilidad absoluta negativa, quedando por detrás de su índice de referencia, el MSCI EMU Total Net Return.

Este mes las decisiones en materia de asignación sectorial fueron positivas para la rentabilidad del fondo, con contribuciones positivas derivadas de las posiciones infraponderadas en telecomunicaciones, seguros y tecnología, y de la ligera sobreponderación en comercio minorista y medios.

Respecto a la selección de valores, entre los principales contribuidores figuran las posiciones sobreponderadas en Thyssenkrupp y Thales (industriales), Prosieben (Medios), Royal Dutch (petrolera), Kering (artículos de lujo) y Ahold (comercio minorista) así como la infraponderación en Adidas y Anheuser Busch (consumo).

Este mes los principales lastres fueron Nokia y Teleperformance (tecnología), Eoan y Enel (suministros públicos) y la posición infraponderada en Fresenius (tecnología médica).

Durante el mes de diciembre nos desprendimos de Thales y Deutsche Telekom y compramos Linde y Essilor.

	Diciembre de 2017	2017	3 años	5 años
Fondo	-1,04%	8,14%	9,42%	11,68%
Índice de referencia <sup>2</sup>	-0,89%	12,49%	8,85%	10,14%
<b>Rentabilidad relativa (+/-)</b>	<b>-0,15%</b>	<b>-4,35%</b>	<b>+0,57%</b>	<b>+1,54%</b>
% Invertido			89,33%	
Número de posiciones			57	
ISIN			LU0363169698	
Clase de acciones			I	
Comisión de Gestión			0,60%	
TER (2017)			0,71%	

<sup>1</sup>Ha gestionado el fondo desde el 1 de febrero de 2017. Rentabilidad neta de comisiones, en EUR; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. <sup>2</sup>MSCI EMU Daily NET TR. Fuente: Santander AM Performance Department, datos a 31 de diciembre de 2017.

**María Dolores Solana<sup>1</sup>**  
Gestora de cartera  
de renta variable europea



### FONDO SANTANDER AM EUROPEAN EQUITY OPPORTUNITY

Este mes el fondo continuó batiendo a su índice de referencia, completando así un sólido año en cuanto a su rentabilidad.

La Gestora del fondo mantiene su estrategia de sobreponderar los países periféricos europeos frente a los de Europa central y continúa infraponderando Reino Unido debido a la incertidumbre económica asociada al Brexit.

En cuanto al posicionamiento por sectores, las mayores posiciones del fondo están en industriales y bienes cíclicos de consumo, mientras que se encuentra infraponderado en empresas de suministros eléctricos.

Respecto a la exposición por capitalización de mercado, el fondo continúa decantándose por las empresas de pequeña capitalización frente a las grandes debido a su perfil de crecimiento, actividades de nicho y exposición al crecimiento de las ventas nacionales en la región.

	Diciembre de 2017	2017	3 años	5 años
Fondo	1,16%	14,72%	11,74%	N/D
Índice de referencia <sup>2</sup>	0,81%	10,88%	7,59%	N/D
<b>Rentabilidad relativa (+/-)</b>	<b>+0,35%</b>	<b>+3,84%</b>	<b>+4,15%</b>	<b>N/D</b>
% Invertido			81,81%	
Número de posiciones			68	
ISIN			LU0363169854	
Clase de acciones			I	
Comisión de Gestión			0,60%	
TER (2017)			0,96%	

<sup>1</sup> Ha gestionado el fondo desde el viernes, 17 de octubre de 2014. Rentabilidad neta de comisiones, en EUR; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. <sup>2</sup> MSCI Europe. Fuente: Santander AM Performance Department, datos a 31 de diciembre de 2017.

## AVISO LEGAL

ESTE MATERIAL ES SOLO PARA CLIENTES INSTITUCIONALES Y NO DEBE SER UTILIZADO POR OTRA PERSONA.

El presente informe ha sido realizado por Santander Asset Management Luxemburg SA. La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se han tomado todas las precauciones razonables para garantizar que la información de este documento no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta ni completa y no debe confiarse en ella como tal. Todas las opiniones expresadas aquí representan las opiniones del autor en el momento de la presentación y no son necesariamente los puntos de vista de Santander Asset Management a menos que se indique lo contrario y están sujetos a cambios. Santander Asset Management puede cambiar la recomendación que tiene sobre un stock en cualquier momento. Ocasionalmente, Santander Asset Management, y/o cualquiera de sus consejeros o directores pueden tener una posición, o tener intereses, en operaciones con valores que sean directa o indirectamente objeto de este informe. Santander Asset Management cuenta con normas internas de conducta que contienen, entre otras cosas, los procedimientos para evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas las murallas chinas y la posibilidad de establecer restricciones específicas sobre las actividades de investigación, si fuera necesario. Santander Asset Management puede ocasionalmente realizar servicios o promocionar negocio de cualquier compañía mencionada en este informe. Santander Asset Management no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o consecuente que surja de cualquier uso de este informe o su contenido. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor para cualquier propósito.

Santander Asset Management informa que esta presentación puede contener declaraciones sobre previsiones y estimaciones. Dichas previsiones y estimaciones pueden incluir, entre otras, comentarios sobre el desarrollo de negocios futuros y rentabilidades futuras. A pesar de que estas previsiones y estimaciones representan nuestras opiniones sobre las expectativas futuras de negocios, es posible que ciertos riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes puedan provocar que los resultados sean materialmente diferentes de lo que se espera. Entre estos factores se hallan: (1) la situación del mercado, factores macroeconómicos, directrices regulatorias y gubernamentales, (2) variaciones en los intercambios nacionales e internacionales de valores, tipos de cambio y tasas de interés, (3) presiones competitivas, (4) desarrollos tecnológicos, (5) alteraciones en la situación financiera y de solvencia de nuestros clientes, deudores u homólogos. Los factores de riesgo y otros factores fundamentales que hemos indicado podrían tener un efecto adverso en nuestro negocio y en el rendimiento y los beneficios contenidos y descritos en nuestros informes pasados o en los que presentaremos en el futuro, incluidos los presentados con la normativa y entidades de supervisión.