

JULIO DE 2017

INFORME DEL MERCADO EUROPEO



Exclusivamente para inversores institucionales.

 **Santander**
ASSET MANAGEMENT

INFORME ECONÓMICO

ESTADOS UNIDOS

El crecimiento de EE.UU. rebotó en el 2TR como se esperaba en general, al aumentar un 2,6% intertrimestral tras un requeante comienzo de año (el crecimiento del 1TR17 se volvió a revisar ligeramente a la baja hasta el 1,2% intertrimestral). El rebote obedece al repunte del consumo privado hasta un 2,8% intertrimestral tras su modesta lectura del 1TR (1,9% intertrimestral, y eso que el dato se revisó de forma considerable al alza desde las estimaciones iniciales). Más alentador resulta el hecho de que la inversión empresarial aumentara por quinto trimestre consecutivo, al registrar un avance del 5,3% intertrimestral en el 2TR. Sin embargo, tras acelerarse en el 2TR17, esperamos que el crecimiento del PIB se modere en el 2SEM17 (hacia el 2%), por lo que mantenemos nuestra previsión para el conjunto del 2017 en el 2,0%. Los fundamentales clave tanto para el consumo como para la inversión empresarial son favorables, aunque tampoco demasiado.

Los datos de inflación han concitado mucha más atención en las últimas fechas. El IPC subyacente se mantuvo en el 1,7% interanual en junio, en línea con lo previsto, si bien la variación mensual fue algo inferior a lo esperado. De hecho, el retroceso en los últimos meses (tenga en mente que el dato subyacente estuvo por encima del 2,2% interanual hasta febrero) ha hecho que algunos crean que la Fed no volverá a subir los tipos de nuevo en el 2SEM17. Por eso, los futuros sobre los tipos de interés de la Fed indican una probabilidad del 40% respecto a una subida de tipos en diciembre, frente al 50% del mes anterior.

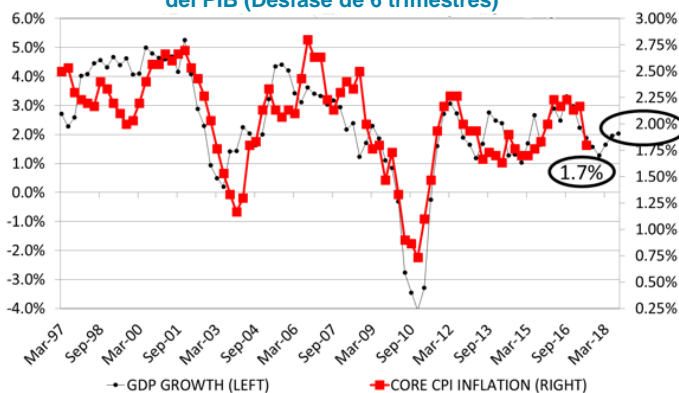
No obstante, consideramos que los temores a una tendencia a la baja en la inflación subyacente carecen de verdadero fundamento. Esperamos que la inflación se recupere progresivamente en los próximos trimestres (dado que el PIB se ha acelerado durante los últimos trimestres en términos interanuales, y eso generará una presión al alza sobre la inflación). A nuestro juicio, la decisión de la Fed dependerá de la evolución de la confianza empresarial, que hasta julio apuntaba a nuevas subidas de tipos en el 2SEM17.

En este sentido, la confianza empresarial se mantuvo en niveles relativamente elevados hasta junio, lo que resulta coherente con un nivel sólido de crecimiento del PIB de en torno al 3%, o superior. En julio, ambos indicadores ISM (manufacturero y servicios) retrocedieron, y de forma notable en el caso del segundo. Sin embargo, no deberíamos extraer demasiadas conclusiones de un único dato: por ejemplo, el ISM de servicios registró una pronunciada caída en agosto del año pasado, si bien se recuperó posteriormente. El ISM podría recuperarse de esta inesperada caída, pero consideramos que los riesgos de cara al futuro para los indicadores de confianza apuntan a la baja, por cuanto anticipamos que la tendencia del crecimiento subyacente de la economía estadounidense quede por debajo de las anteriores previsiones de signo optimista.

Además del control de la inflación, fomentar el empleo constituye una de las dos partes del mandato dual de la Fed. El actual ritmo de crecimiento de los empleos no agrícolas (la media de seis meses es de alrededor de 180.000) es coherente con los tipos de interés actuales de la Fed, si bien quizá con un leve sesgo hacia una subida de tipos.

Como cabía esperar, la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto ("FOMC") no deparó sorpresas. En ella se señaló que la inflación había caído, siendo actualmente inferior al 2%. Además, se apuntó que la normalización del balance comenzará "relativamente pronto", lo que probablemente significa que se anunciará en la próxima reunión de septiembre. Mantenemos nuestra previsión de que no habrá nuevas subidas de tipos en 2017, aunque no puede descartarse una tercera subida si la confianza no retrocede como esperamos, sobre todo si el actual contexto de condiciones financieras ultralaxas continuara una vez que se inicie la normalización a finales de este año.

Inflación IPC subyacente de EE.UU. (Media trimestral) Y crecimiento del PIB (Desfase de 6 trimestres)



Fuente: Santander Asset Management y Bloomberg a 31 de julio de 2017.

Agustín Carles

Director Global
de Análisis Macroeconómico



ZONA EURO

La primera estimación del crecimiento del PIB de 2TR17 de la zona euro fue del 0,6% intertrimestral, en línea con lo previsto. Tras las revisiones efectuadas a los datos de los dos trimestres anteriores, la zona euro lleva creciendo en el entorno del 0,5%-0,6% intertrimestral durante los últimos tres trimestres, lo que constituye el mayor ritmo de crecimiento de la región desde 2011. Además, parece que la aceleración del crecimiento cuenta con una base más amplia. La economía española continuó evolucionando de forma bastante sólida (+0.9% intertrimestral en el 2TR), pero incluso el crecimiento francés, más débil hasta hace poco, ha alcanzado el 0,5% intertrimestral durante tres trimestres consecutivos (porcentaje que también registró en el 2TR17).

Los niveles de confianza empresarial están reforzando esta perspectiva positiva, ya que actualmente se encuentran cerca de sus niveles máximos desde 2011. En concreto, la confianza económica es coherente con un crecimiento del PIB de hasta un 1% intertrimestral, superando así el nivel del 0,75% intertrimestral indicado por el último índice PIM compuesto. En cualquier caso, ambos indicadores hacen gala ahora mismo de un optimismo desahogado. También conviene señalar que la dispersión del crecimiento entre los países está ahora en uno de sus niveles más bajos desde el lanzamiento del euro. Sin embargo, no esperamos que las cifras de crecimiento definitivas sean tan sólidas como sugieren las lecturas de confianza, debido sobre todo a que los fundamentales, aunque positivos, no son verdaderamente coherentes con estas tasas de crecimiento tan elevadas. Algunos observadores han comenzado a preguntarse si la apreciación del euro podría convertirse en una amenaza para la recuperación del PIB europeo. Nosotros creemos que es algo pronto para plantearse esto. Desde el punto de vista de la paridad del poder adquisitivo, el euro continúa estando claramente infravalorado.

A pesar de las señales de un fuerte impulso en materia de crecimiento en la zona euro, creemos que la visión del BCE continuará viniendo marcada por la perspectiva sobre la inflación y, hasta la fecha, el IPC subyacente se mantiene en niveles muy bajos. En este sentido, resulta importante mencionar que, al contrario de lo sucedido en EE.UU., la inflación en la zona euro lleva desligada del crecimiento del PIB desde 2014. Desde entonces, parece que la evolución de la inflación subyacente en la zona euro ha venido marcada en gran parte por la tendencia de crecimiento de los salarios.

Aunque la tasa de desempleo de la zona euro ha caído hasta el 9,1% en junio (su nivel más bajo desde 2009), lo que bastaría para justificar el crecimiento salarial cercano al 2,25% interanual en la región, la realidad es que los salarios tan sólo están creciendo a una tasa del 1,25%. Por tanto, para que se produzca un cambio claro en el mensaje del BCE, consideramos necesario que se produzca una aceleración en los salarios, algo que evidentemente va a llevar bastante tiempo. En este contexto, esperamos que el BCE abandone su postura expansiva de forma muy paulatina.

Gran parte de la atención del mercado se centra en el momento en que el BCE comenzará a reducir sus compras de deuda. En la última rueda de prensa de julio, Draghi adoptó un tono mucho más expansivo de lo esperado. El anuncio de intenciones no sufrió cambios y Draghi admitió incluso que no se ha acordado una fecha concreta para tomar una decisión sobre futuros cambios en la posición sobre política monetaria, apuntando únicamente que los “debates deberían tener lugar en otoño”. A pesar de esto, a nuestro juicio resulta más probable que el proceso de reducción de las compras mensuales de deuda se inicie a comienzos de 2018, prolongándose hasta al menos mediados de 2018.

Zona euro: Inflación (excl. energía y alimentos no procesados) frente a costes laborales por empleado



Fuente: Santander Asset Management y Bloomberg a 31 de julio de 2017.

COMENTARIO SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL FONDO

Adam Cordery¹
Director global
de renta fija europea



FONDO SANTANDER AM EURO CORPORATE BOND

Este mes el fondo consiguió una rentabilidad positiva tanto en términos absolutos como relativos.

Los comentarios del Banco Central Europeo (BCE) durante julio mostraron un tono menos restrictivo de lo esperado, lo que contribuyó a que los rendimientos de la deuda se mantuvieran bajos en Europa, generando con ello rentabilidades positivas para la deuda corporativa.

La cautela del BCE trajo causa de la mayor debilidad de los datos económicos publicados durante julio que, si bien refleja un entorno económico moderadamente positivo, no indica una aceleración del crecimiento. En concreto, la inflación en la zona euro mostró una leve desaceleración por segundo mes consecutivo. Los datos publicados fuera de la zona euro mostraron tendencias similares, ya que la inflación se ralentizó también en EE.UU., Japón y Reino Unido.

	Julio de 2017	YTD	1 año	3 años	5 años
Fondo	0,83%	1,87%	0,51%	2,30%	N/D
Índice de referencia ²	0,76%	1,42%	0,35%	2,82%	N/D
Rentabilidad relativa (+/-)	+0,07%	+0,45%	+0,16%	-0,52%	N/D
%					
% Invertido	95,45%				
Número de posiciones	267				
Rendimiento al vencimiento	1,66%				
Duración	5,32				
ISIN	LU1003781322				
Clase de acciones	I				
Comisión de Gestión	0,50%				
TER (2016)	0,73%				

¹Adam 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 USD; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. ²BOFA ML EMU Euro Corporate Bond. Fuente: Santander AM Performance Department. Datos a 31 de julio de 2017.

Leticia Santaolalla¹
Gestora de cartera
de renta variable europea



FONDO SANTANDER AM EURO EQUITY

El fondo Santander Euro Equity cerró el mes con una rentabilidad general positiva, si bien apenas batió a su índice de referencia, el MSCI EMU Total Net Return.

Este mes la selección de valores tuvo un efecto neutral sobre la rentabilidad general. Entre los principales contribuidores se incluyen las posiciones sobreponderadas en Leonardo (bienes de capital), Atos (tecnología), Moncler (artículos de lujo), Heineken y Coca Cola European Partner (bebidas), y las posiciones infraponderadas en Basf (productos químicos) y LVMH (artículos de lujo).

Por el lado negativo, Prosieben (medios), Carrefour (comercio minorista) y las posiciones infraponderadas en Allianz (aseguradora) y Anheuser Busch (bebidas) fueron las mayores rémoras.

Las decisiones sobre asignación sectorial tuvieron un impacto positivo este mes, con contribuciones favorables de las posiciones sobreponderadas en telecomunicaciones y tecnologías y de las posiciones infraponderadas en productos químicos y automóviles. Los principales lastres fueron la posición infraponderada en aseguradoras, así como la sobreponderación en comercio minorista.

Durante el mes, el fondo se desprendió de Gas Natural y de Porsche redujo su participación en Total y adquirió Enel, Repsol y Amer Sports.

	Julio de 2017	YTD	1 año	3 años	5 años
Fondo	0,43%	8,22%	18,99%	9,98%	13,94%
Índice de referencia ²	0,33%	8,80%	19,14%	8,42%	12,29%
Rentabilidad relativa (+/-)	+0,10%	-0,58%	-0,15%	+1,56%	+1,65%
% Invertido			95,87%		
Número de posiciones			61		
ISIN		LU0363169698			
Clase de acciones			I		
Comisión de Gestión			0,60%		
TER (2016)			0,70%		

¹Ha gestionado el Fondo desde el 1 de febrero de 2016. Rentabilidad neta de comisiones, en EUR; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. ²MSCI EMU Europe Daily NET TR. Fuente: Santander AM Performance Department, datos a 31 de julio de 2017.

José Ramón Contreras¹
Gestora de cartera
de renta variable europea



FONDO SANTANDER EUROPEAN DIVIDEND

Julio fue un mes desigual para los mercados de renta variable europeos, ya que algunos sectores y regiones cerraron el mes al alza, mientras que otros lo hicieron con retrocesos. El Fondo registró una rentabilidad negativa en términos absolutos y quedó ligeramente por detrás de su índice de referencia en términos relativos.

Analizando con mayor detalle la evolución en el mes, los principales contribuidores fueron las posiciones infraponderadas en atención sanitaria (el sector con peor comportamiento en julio) y la posición sobreponderada en telecomunicaciones (uno de los sectores más destacados). Respecto a la selección de valores, las participaciones del Fondo en Wartsila y Philips (industriales) y Telenor (telecomunicaciones) fueron los principales contribuidores.

En términos de asignación sectorial, la posición infraponderada del Fondo en materiales básicos y la sobreponderada en industriales constituyeron los principales lastres. La selección de valores en el sector de materiales básicos (participaciones en UPM y Mondi) y la exposición al sector del tabaco a través de Imperial Brands y BAT fueron las principales cortapisas para nuestra rentabilidad mensual.

Respecto a la exposición, el fondo continúa en la parte baja de su horquilla de inversión (90%-100%), habida cuenta de que esperamos cierta volatilidad estacional en el mercado a corto plazo.

	Julio de 2017	YTD	1 año	3 años	5 años
Fondo	-0,59%	3,73%	6,22%	6,06%	9,66%
Índice de referencia ²	-0,51%	4,55%	10,02%	4,98%	8,31%
Rentabilidad relativa (+/-)	-0,08%	-0,82%	-3,80%	+1,08%	+1,35%

% Invertido	89,07%
Número de posiciones	68
ISIN	LU0341648516
Clase de acciones	I
Comisión de Gestión	0,60%
TER (2016)	0,76%

¹ Ha gestionado el Fondo desde el 31 de octubre de 2012. Rentabilidad neta de comisiones, en EUR; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. ² STOXX Europe Large 200 Net Return. Fuente: Santander AM Performance Department, datos a 31 de julio de 2017.

María Dolores Solana¹
Gestora de cartera
de renta variable europea



FONDO SANTANDER AM EUROPEAN EQUITY OPPORTUNITY

La rentabilidad del Fondo retrocedió ligeramente durante el mes tanto en términos relativos como absolutos. Sin embargo, en lo que llevamos de año, su rentabilidad es claramente positiva y supera a la de su índice de referencia.

El Fondo continúa sobreponderado en los países periféricos de Europa, especialmente en España y Portugal, debido a sus sólidas perspectivas de crecimiento económico. El Fondo permanece infraponderado en Reino Unido a causa de su desaceleración económica adicional y mayor incertidumbre. Continuamos priorizando las empresas de pequeña y mediana capitalización.

Durante el mes, las rentabilidades se vieron impulsadas por la evolución de Fnac, Euronext y Temenos. La caída de Almirall tras publicar unos decepcionantes resultados trimestrales la convirtieron en nuestro mayor lastre.

Los gestores del fondo elevaron sus posiciones en NH Hoteles, F. Ramada y OHL.

	Julio de 2017	YTD	1 año	3 años	5 años
Fondo	-1,20%	11,69%	19,45%	9,86%	N/D
Índice de referencia ²	-0,37%	6,82%	14,19%	7,05%	N/D
Rentabilidad relativa (+/-)	-0,83%	+4,87%	+5,26%	+2,81%	N/D
%					
% Invertido	77,95%				
Número de posiciones	59				
ISIN	LU0363169854				
Clase de acciones	I				
Comisión de Gestión	0,60%				
TER (2016)	0,91%				

¹Ha gestionado el Fondo desde el 17 de octubre de 2014. *Rentabilidad neta de comisiones, en EUR; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas.* ²MSCI Europe. Fuente: Santander AM Performance Department, datos a 31 de julio 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.