

JUNIO DE 2017

INFORME DEL MERCADO EUROPEO



Exclusivamente para inversores institucionales.

 **Santander**
ASSET MANAGEMENT

INFORME ECONÓMICO

ESTADOS UNIDOS

El crecimiento del PIB de 1TR17 en EE.UU. fue revisado al alza, pasando primero del 0,7% al 1,2% y, posteriormente, al 1,4%. Nuestra previsión para 2017 se mantiene en el 2%, sobre la base del rebote previsto en el 2TR17 hasta el 2,7% debido al aumento del consumo privado (revisado al alza en 1TR17, aunque todavía débil) y de la estabilización generalizada en el crecimiento del PIB hasta el entorno del 2% en el 2SEM17. Aunque los fundamentales clave del consumo y la inversión de las empresas (los ingresos de los hogares y los beneficios empresariales, respectivamente) son alentadores, en realidad no son demasiado positivos; en concreto, resultan coherentes con una tasa de crecimiento del PIB del 2%. Aunque este nivel de crecimiento es coherente con una rentabilidad positiva en los mercados bursátiles, ésta se quedará entre el 5% y el 7% anual.

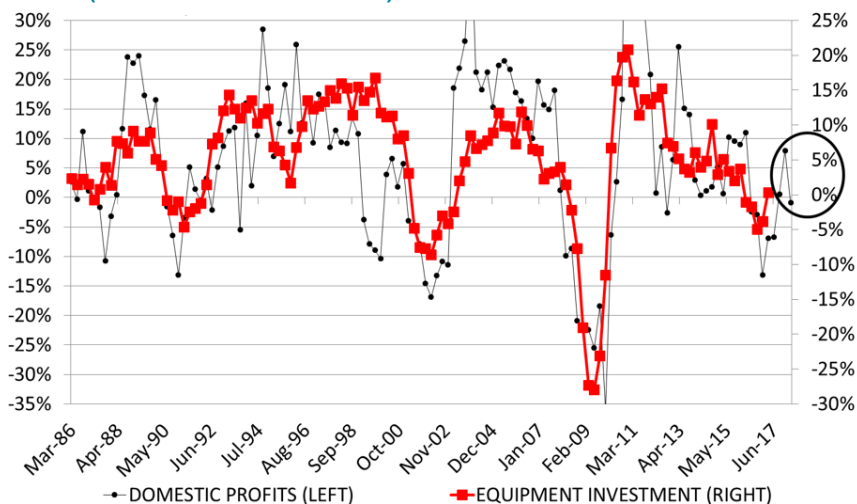
Los indicadores de confianza han deparado lecturas muy elevadas desde las elecciones presidenciales de noviembre, de forma coherente con un crecimiento del PIB de alrededor del 4%. Esto se debió en parte a las expectativas de que la nueva Administración estadounidense fuera a instrumentar medidas de política fiscal muy expansivas. Con todo, es improbable que estas medidas se implementen con éxito conforme a lo anunciado, por lo que consideramos que los indicadores de confianza irán cayendo paulatinamente durante los próximos meses.

Respecto a la política monetaria, los futuros sobre los tipos de la Fed apuntan una probabilidad del 50% a que se produzca una tercera subida de tipos en 2017. Existen varios motivos que respaldan una nueva subida: los datos de confianza y las condiciones financieras son coherentes con unos tipos más altos, y tanto los niveles de inversión como los datos de empleo sugieren que el actual nivel de los tipos está en términos reales muy por debajo de su punto de equilibrio. Aunque no podemos descartar una tercera subida de tipos en 2017, es algo que vemos improbable por varias razones: en primer lugar, el nivel de los beneficios empresariales muestra una clara tendencia bajista; en segundo lugar, es probable que los niveles de confianza continúen cayendo; tercero, el empleo está perdiendo impulso y, por último, la senda de reducción del balance de la Fed se antoja agresiva: será de en torno a 120.000 millones de USD trimestrales y, en función de cual sea su nivel final de reservas objetivo, podría prolongarse hasta 2021.

En cuanto a la rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidense, el actual nivel de la encuesta ISM manufacturera sugiere un valor razonable para la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años en el entorno del 2,6% - 2,7%. Aunque su nivel actual es algo más bajo, consideramos que la estimación del ISM debería caer durante los próximos meses. En este sentido, apreciamos cierto potencial alcista en la rentabilidad, aunque nada demasiado significativo.

Por último, el dólar estadounidense parece estar actualmente algo sobrevalorado, a nuestro juicio (aunque no demasiado), al menos lo suficiente como para lastrar al sector exterior. Vemos un cierto riesgo de depreciación moderada para finales de 2017 y más allá.

Inversión en bienes de equipo y beneficios nacionales en EE.UU.
(desfase de cuatro trimestres): Tasas de crecimiento interanuales



Agustín Carles

Director Global
de Análisis Macroeconómico



ZONA EURO

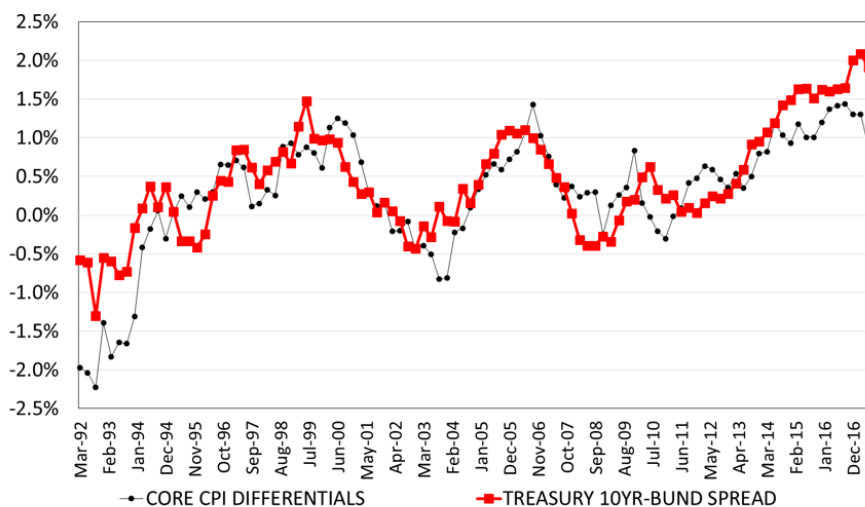
Los indicadores de confianza de las empresas y los consumidores continúan siendo propicios para la perspectiva de crecimiento europea, y resultan coherentes con un crecimiento del PIB y del consumo de alrededor del 2,5% - 3% interanual. Además, se encuentran actualmente en niveles claramente coherentes con subidas de tipos por parte del BCE. En cuanto a los datos objetivos, la lectura definitiva de crecimiento del PIB de 1TR17 en la zona euro fue del 0,6% intertrimestral, mientras que la cifra del 4TR16 se revisó al alza hasta el 0,5%. Además, los recientes datos objetivos apuntan a una tasa de crecimiento en el 2TR17 similar a la del trimestre anterior. Pero no solo está cobrando impulso el crecimiento del PIB en el conjunto de la zona euro, sino que su volatilidad entre los países es además muy reducida.

Las variaciones recientes más alentadoras en la perspectiva para la zona euro vienen del lado de la suave recuperación en las exportaciones, tras varios trimestres de desaceleración y, en segundo lugar, del acusado rebote en la inversión empresarial. Este repunte en las exportaciones se debe a la recuperación en el crecimiento del comercio mundial y al mayor crecimiento del PIB entre los socios comerciales de la zona euro. A pesar de su reciente apreciación, el euro no se ha convertido aún en un lastre para las exportaciones. Hace poco se produjo una marcada aceleración en la inversión empresarial, si bien conviene señalar que los niveles de EBITDA de las empresas europeas no están creciendo con la fuerza suficiente como para justificar este repunte. Con todo, el riesgo a que se produzca una ralentización considerable en la inversión parece reducido, habida cuenta de los saneados balances de las empresas no financieras.

Si observamos la situación en su conjunto, aunque la perspectiva sobre el PIB haya mejorado en los últimos trimestres, las rentabilidades del *bund* alemán no parecen venir impulsadas aún por la perspectiva sobre el crecimiento. En lugar de ello, parece que el nivel extremadamente bajo de la inflación subyacente es lo que está determinando el mensaje del BCE y, con él, el de la rentabilidad de la deuda alemana. De hecho, no solo la inflación subyacente, sino también la variación en los niveles de inflación entre países, se encuentra cerca de sus mínimos históricos.

En cuanto a la perspectiva sobre la inflación subyacente en la zona euro, consideramos que, a pesar de su último avance, la subida a lo largo del 2SEM17 y 2018 será muy gradual, ya que el retroceso en la tasa de desempleo debería acabar ejerciendo una presión alcista sobre el crecimiento de los salarios. No obstante, estas presiones sobre los salarios serán muy paulatinas, y podrían llegar desde Alemania, o incluso de los mercados laborales periféricos (dado que el desempleo está bajando en ambas regiones), pero no de las economías centrales (excluida Alemania). De hecho, la evolución del crecimiento de los salarios está replicando la de las tasas de desempleo en estas tres regiones.

Diferenciales de inflación subyacente entre zona euro y EE.UU. frente a diferencial *bund* - bonos del Tesoro EE.UU. a 10 años



COMENTARIO SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL FONDO

Adam Cordery¹
Director global
de renta fija europea



FONDO SANTANDER AM EURO CORPORATE BOND

Este mes la rentabilidad del fondo fue inferior en términos absolutos, si bien superó ligeramente la de su índice de referencia.

Los mercados detectaron un trasfondo de corte restrictivo en los comentarios de este mes de Mario Draghi, presidente del BCE, lo que provocó una apreciación del euro, un aumento de los rendimientos del *bund* y una caída de los precios de las acciones. La deuda corporativa evolucionó relativamente bien, pero no fue inmune a la debilidad general existente en los mercados de deuda pública. El contexto internacional no fue favorable: los rendimientos de los bonos mundiales subieron este mes tras interpretarse ciertos comentarios realizados por representantes de los bancos centrales de RU, Canadá y EE.UU. como negativos para los mercados de deuda.

El BCE no modificó los tipos de interés ni sus compras de activos en la reunión de su Consejo de Gobierno este mes. El comunicado sugiere que el BCE considera que los riesgos se han equilibrado desde la última reunión, al señalar que espera que los tipos de interés *"permanezcan en sus niveles actuales durante un período prolongado"*, mientras que los comunicados anteriores indicaban que los tipos de interés se mantendrían en su nivel actual, o que bajarían. Las previsiones publicadas en ese momento muestran que el BCE espera ahora que el crecimiento real del PIB en la zona euro sea algo más elevado en los próximos dos años —si bien la inflación será algo inferior— a lo que había previsto anteriormente.

	Junio de 2017	YTD	1 año	3 años	5 años
Fondo	-0,38%	1,03%	1,16%	2,17%	N/D
Índice de referencia ²	-0,53%	0,65%	1,25%	2,71%	N/D
Rentabilidad relativa (+/-)	+0,15%	+0,38%	-0,09%	-0,54%	N/D
%					
% Invertido	97,97%				
Número de posiciones	263				
Rendimiento al vencimiento	1,77%				
Duración	5,37				
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 30 de junio de 2017.

Leticia Santaolalla¹
Gestora de cartera
de renta variable europea



FONDO SANTANDER AM EURO EQUITY

Junio fue un mes negativo para los mercados bursátiles europeos en el que se rompió la tendencia de rentabilidad positiva iniciada a comienzos de año. El fondo Santander Euro Equity quedó por debajo de su índice de referencia, el MSCI EMU Total Return Index.

Este mes las decisiones de asignación sectorial tuvieron un impacto negativo en su conjunto. Entre los lastres se incluyen las posiciones sobreponderadas en comercio minorista, tecnología y telecomunicaciones, mientras que las contribuciones positivas vinieron de la sobreponderación en servicios financieros y de la infraponderación en suministros públicos.

La selección de valores tuvo un efecto en conjunto neutral este mes. Entre los principales contribuidores se incluyen las posiciones sobreponderadas en Thyssenkrupp (materiales básicos), Michelin (automóviles), HeidelbergCement (construcción), Societe Generale (bancos), Deutsche Boerse (servicios financieros) y Axa (seguros) así como las posiciones infraponderadas en AnheuserBush (alimentación) y Saint Gobain (construcción).

Entre los principales lastres del fondo se incluyen las posiciones infraponderadas en Banca Intesa y Deutsche Bank (bancos), Allianz (seguros) Safran y Deutsche Post (bienes de capital), así como las posiciones sobreponderadas en Leonardo (bienes de capital), y Ahold y Carrefour (comercio minorista).

Durante el mes, el fondo elevó su posicionamiento en Gestamp y Ahold, vendió BASF y redujo a la mitad su presencia en Proximus.

	Junio de 2017	YTD	1 año	3 años	5 años
Fondo	-2,99%	7,75%	24,58%	8,86%	14,36%
Índice de referencia ²	-2,53%	8,45%	24,82%	7,08%	12,84%
Rentabilidad relativa (+/-)	-0,46%	-0,70%	-0,24%	+1,78%	+1,52%
% Invertido			95,29%		
Número de posiciones			60		
ISIN		LU0363169698			
Clase de acciones			I		
Comisión de Gestión			0,60%		
TER (2016)			0,70%		

¹ Ha 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 30 de junio de 2017.

María Dolores Solana¹

Gestora de cartera
de renta variable europea



FONDO SANTANDER AM EUROPEAN EQUITY OPPORTUNITY

El Fondo cerró el mes con una rentabilidad negativa en términos absolutos, si bien logró batir a su índice de referencia en términos relativos. La rentabilidad en lo que va de año está muy por delante de la del índice de referencia.

El fondo no se posiciona de forma clara por sectores (invierte en valores cíclicos y defensivos) o estilos de inversión (invierte en valor y crecimiento); en lugar de ello, sus convicciones a la hora de invertir se basan en países y capitalizaciones de mercado. En consecuencia, el fondo está actualmente sobreponderado en países periféricos, especialmente España (la economía que más crece en Europa), Portugal e Italia. El fondo permanece infraponderado en Reino Unido, país en el que los gestores del fondo aprecian una desaceleración económica adicional y un aumento de la inflación.

Los gestores consideran que, entre el momento actual y el cierre del año, el mercado continuará mostrando las condiciones adecuadas para avanzar. Además, no anticipan que se vaya a producir una recesión, en cuyo caso los valores de pequeña y mediana capitalización deberían estar entre los de mayor crecimiento.

Durante el mes, los gestores del fondo elevaron sus posiciones en FNAC, Ahold CTT y BCP.

	Junio de 2017	YTD	1 año	3 años	5 años
Fondo	-1,31%	13,04%	28,90%	9,72%	N/D
Índice de referencia ²	-2,46%	7,21%	18,65%	6,63%	N/D
Rentabilidad relativa (+/-)	+1,15%	+5,83%	+10,25%	+3,09%	N/D
% Invertido			79,99%		
Número de posiciones			57		
ISIN		LU0363169854			
Clase de acciones			I		
Comisión de Gestión			0,60%		
TER (2016)			0,91%		

¹ 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. ² MSCI Europe. Fuente: Santander AM Performance Department, datos a 30 de junio 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.