



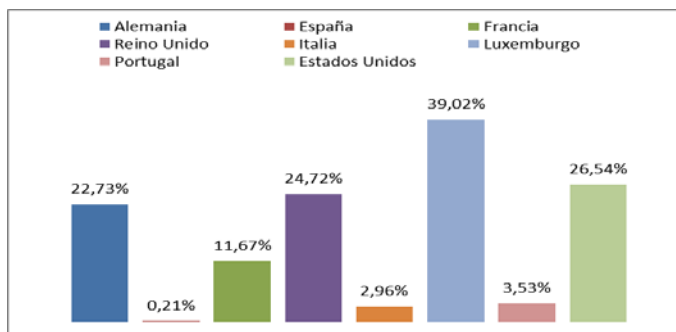
España hoy por hoy esta como en 2007, no hemos crecido nada por encima de aquellos niveles.

2018 Un nuevo año prometedor

2017 nos ha sorprendido con un crecimiento mundial superior a lo esperado (3.6%). La importancia de este incremento solo se ve mejorada por el hecho que ha sido homogéneo. Tanto los países emergentes como las potencias occidentales han crecido en mayor o menor medida. La baja inflación en Europa y en Estados Unidos, la contención de los precios de las materias primas y el petróleo y el hecho de no haya ningún evento geopolítico mayor no han podido distorsionar el escenario económico mundial.

Ha habido inestabilidades puntuales: el independentismo en España, las elecciones sin consenso en Alemania, la huida hacia adelante del Reino Unido tras el Brexit. Estados Unidos sigue sorprendiendo económicamente y llenando las portadas con un presidente polémico. Francia, y Holanda alejaron el fantasma de la extrema derecha en sus elecciones pero en Alemania esta apareció con fuerza en el parlamento por primera vez desde 1945.

Que las grandes economías han dejado atrás lo peor de la crisis es un hecho. La recuperación sin embargo no es tan homogénea. Leemos a menudo que España abanderará el crecimiento en este sentido en Europa pero es importante ver desde donde se viene para saber cuánto se ha avanzado realmente.



(datos banco mundial)

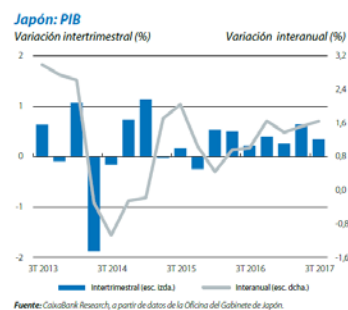
Si se comparan los niveles de **PIB** de los principales países EURO, Inglaterra y Estados Unidos (cada uno en su respectiva divisa), entre fin de 2007 y fin de 2016, lo que observamos es que tras recuperarnos de la crisis todos los demás países han crecido mucho o poco pero han crecido por encima de los niveles de 2007. Incluso Portugal (que fue intervenida) ha crecido más que España. El milagro español y la complacencia que vivimos nos impide darnos cuenta de que hoy por hoy estamos como en 2007, no hemos crecido nada por encima de aquellos niveles. Por ahora solo hemos recuperado lo perdido y tenemos un retraso considerable respecto a nuestros vecinos.

La UE avanza positivamente en el crecimiento que experimentamos (crecimiento 2.5% anual en 2017). Empleo y consumo mejoran y los indicadores económicos muestran la confianza de las cifras en el próximo semestre de 2018.

En **España** el tema **Cataluña** ha dejado una breve pero intensa huella cuya influencia en el crecimiento aun esta por aclarar. El mercado inmobiliario y el sector exterior siguen siendo las mejores.

Portugal en la misma línea sale de los abismos y una mejora de su rating esta incluso al caer. Con un crecimiento del 2.5% para 2017 son como España un alumno aventajado en esta segunda división del crecimiento económico europeo. Pero estas cifras no significan nada por si solas. Mirando con lupa veremos que Portugal no ha atraído inversiones productivas sino turismo y compradores de pisos y casas por motivos fiscales. Los salarios bajísimos siguen sin moverse y condenan a una clase social amplia a sobrevivir al tiempo que los precios empiezan a subir. Salarios más altos deberían estar por venir para realmente confirmar que la « gente » y no solo las empresas salen de la crisis.

Japón sigue sorprendiendo al crecer un 1.7% anual aun con los malos datos de consumo privado (dato que precisamente con los incentivos fiscales del último año intentaban dinamizar). EL incremento de ventas al exterior ha sido el revulsivo que necesitaba el país para poder crecer más de 2 trimestres consecutivos.



Si observamos los indicadores adelantados económicos veremos que a 6/9 meses vista las expectativas de los consumidores y de los empresarios es seguir muy activos. El índice de sentimiento empresarial a nivel mundial, en Europa (el ZEW) y Japón (TANKAN) confirman claramente esta tendencia.

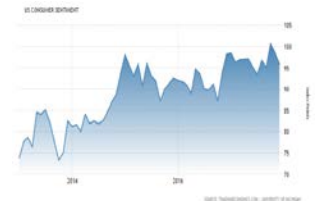


A 6/9 meses vista las expectativas de los consumidores y de los empresarios es seguir muy activos



Se confirma el ciclo de expansión que vivimos y no anticipa ningún cambio en este escenario.

La confianza del consumidor americano en la actividad económica (Índice de confianza - Michigan), aunque en su punto más bajo de los últimos 3 meses, sigue en una senda claramente alcista.



El Indicador Conference board americano basado en varios indicadores (peticiones de desempleo, permisos de construcción, ventas de proveedores, pedidos pendientes en industria etc...) se usa como precursor de las recesiones. Se confirma el ciclo de expansión que vivimos y no anticipa ningún cambio en este escenario.

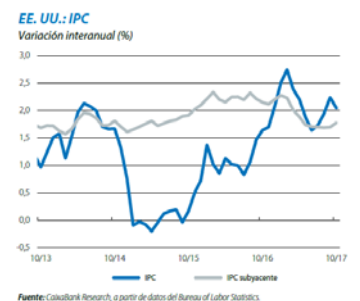


Estos datos vienen a apoyar el escenario de crecimiento para 2018.

País	2017	Previsión 2018
EEUU	2.2%	2.4%
UE	2.3%	2.2%
España	3.1%	2.4%
Alemania	2.6%	2.3%
China	6.8%	6.5%

Escenario Monetario

EEUU confirma la nominación de un nuevo presidente de la reserva federal, Jerome Powell, que continuará con la política monetaria restrictiva existente. Se preveen subidas de tipos (la última fue de 0.25% en diciembre) en 2018 y dependerán de cómo evoluciona la inflación subyacente que sigue mejorando muy lentamente. El mensaje es que se seguirá enfriando la economía subiendo los tipos a medida que se caliente y se espera que así sea.



La **reforma fiscal** en EEUU se llevará a cabo aunque como a menudo ocurre no servirá a la población directamente (al contrario de como se ha anunciado) vía empleos, sino a las empresas y a los accionistas que podrán disfrutar de incrementos en los dividendos distribuidos.

La UE sigue luchando por abandonar el modelo de sustento público del BCE. Pero se sigue apreciando el EURO lo cual hace más difícil la venta de nuestros productos al exterior. A pesar de esto, por ahora, se marcan records de exportación para la UE.

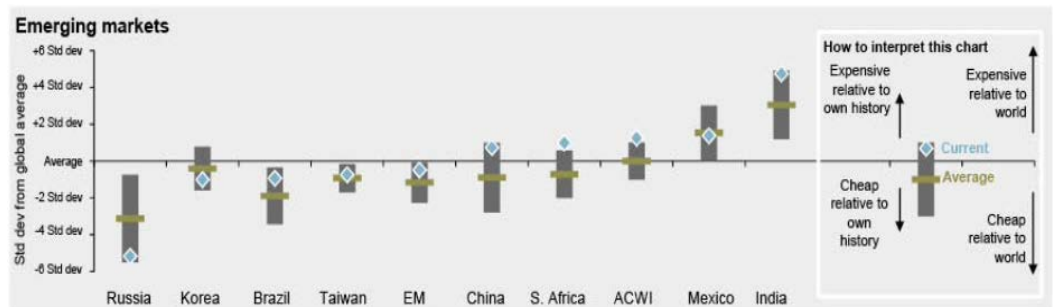
China sigue cambiando su modelo productivo. La re-elección de su presidente reafirma la intención reformista a todos los niveles y el cambio gradual a una economía más sostenible.



Emergentes:

Es un activo a tener en cartera. Buenos resultados y buenas perspectivas desde hace tiempo hacen de esta inversión una de las favoritas de los amantes al riesgo. Y digo esto porque es una inversión nerviosa que sufre mucho en bolsa con cada episodio de incertidumbre. Según qué país emergente sus activos bursátiles tienen la misma dolencia que los americanos o europeos, también afectados por la sobrevaloración (ver por países el cuadro de precios respecto a su histórico).

Asia avanza hacia un gran acuerdo de comercio (RCEP) que ayudará a agilizar el comercio en esa zona.



La **India** sigue como mejor candidato emergente (crecimiento del 6.3% anual) incluso a pesar de algunos problemas recientes. **Méjico** se mantiene estable (1.5% anual) a pesar de los problemas en torno al acuerdo **NAFTA** que debe ser discutido con Estados Unidos. Rusia sigue pagando por las imposición de sanciones internacionales pero con la subida de los precios del petróleo consigue una apariencia de crecimiento (1.7% anual). Somos optimistas porque Asia avanza hacia un gran acuerdo de comercio (**RCEP**) que ayudará a agilizar el comercio en esa zona. La India por ejemplo aportará junto a China y Japón el grueso de un núcleo comercial a tener muy en cuenta.

Divisas, Petróleo y Materias primas

El cuidadoso programa de recortes de la OPEP poco a poco va dando sus frutos y levantando el precio del petróleo. Apostar por este valor no es muy recomendable más que nada porque las expectativas de seguir subiendo siempre estarán lastradas por el peso que el petróleo americano más barato supone y que en cualquier momento puede aumentar su producción. Un recorte del precio a los 54 dólares es posible (ver evolución del BRENT en este gráfico)





El **Euro** se apreciado mucho frente al dólar en 2017. El ultimo acelerón aún vigente podría deberse a la aprobación de la reforma fiscal de Trump y al final previsible de las inversiones del BCE. Pensamos que está llegando a una primera resistencia que podría extenderse hasta 1.24 (corto plazo).

Los emergentes y las tecnológicas han sido los ganadores de este año.

Las divisas emergentes también se apreciaron frente al dólar.

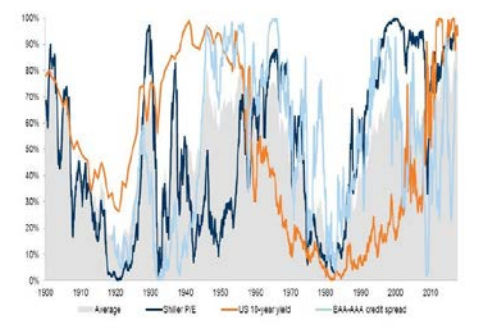
De lo que hagan los bancos centrales (FED, BCE y Banco de Inglaterra) dependerá el comportamiento de las divisas y las materias primas. Si por ejemplo el BCE retrasara el fin de la inyección monetaria (Quantitative easing) el euro reduciría su escalada. Mientras el dólar siga barato es más fácil la venta de materias primas pero a medida que el consumo aumente los precios también subirán. Respecto a la libra, perdió menos de un 4% en 2017 y aunque el Banco de Inglaterra anticipa nuevas subidas de tipos puede que su actuación pase desapercibida a medida que aumenten las probabilidades de un « **Breverse** » (anulación del Brexit).

El oro como valor refugio sigue dando alegrías. Acumular en 2017 como aconsejado fue una buena estrategia. La caída del dólar ayudó mucho a la subida del precio del metal.

Mercados

El mayor recorrido de las bolsas en 2017 se hizo en los 6 primeros meses del año. Los emergentes y las tecnológicas han sido los ganadores de este año. Las dudas que hubo todo el año respecto a los altos precios de las acciones hicieron y siguen haciendo dudar a más de uno.

Exhibit 12: Valuation frustration - both bonds and equities appear expensive
Valuation percentile (since 1871 for S&P 500 & US 10-year yields, 1919 for BAA spread)

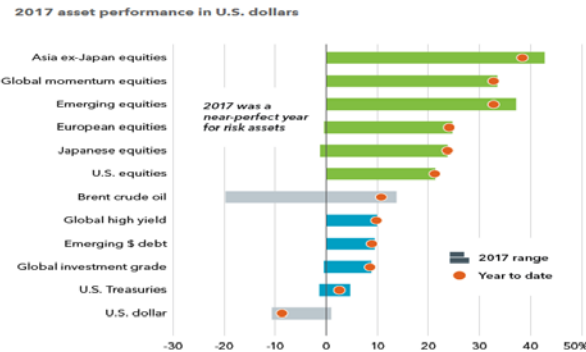


Source: Shiller, Goldman Sachs Global Investment Research

En este grafico se comparan los niveles del PER de Shiller o CAPE (indicador basado en los niveles de beneficios y cotizaciones bursátiles de los últimos 10 años de las empresas) y la rentabilidad del bono americano a 10 años para dar a entender que cuando han estado en niveles de sobrevaloración altos han precedido a caídas en los mercados. Ahora mismo estaríamos en uno de esos puntos. Pero no estamos próximos a una recesión así que no tiene la misma relevancia que en otras situaciones similares.



La amenaza es sin embargo real y es cuestión de tiempo que haya una corrección. Para muestra vean como se sitúa la valoración actual de cada activo respecto a la rentabilidad de las inversiones en 2017.



Los resultados empresariales y el escenario macroeconómico mundial se muestran optimistas y no confirman el escenario apocalíptico

Pero los resultados empresariales y el escenario macroeconómico mundial se muestran optimistas y no confirman el escenario apocalíptico así que mientras no haya señales reales solo hay miedos ficticios y hay que seguir en el mercado. Cuando los tipos de interés del BCE suban será porque la inflación está despegando. Pero por ahora los inversores descuentan una baja inflación o una inflación controlada y es una de las razones por las que las bolsas no retroceden con fuerza y siguen aspirando al alza. Cualquier cambio en este escenario repercutirá negativamente, en mayor o menor medida, en las valoraciones de la renta variable. No estamos acostumbrados a ver periodos tan largos de baja volatilidad pero es probable que si nada cambia sigamos conviviendo con ella.

Dentro de este escenario es obvio que los títulos americanos tienen mayor probabilidad de corrección que los títulos europeos por estar en máximos desde hace más tiempo (y por encima muchas veces de sus valoraciones potenciales) y por ello preferimos ponderar este último. Bien es cierto que a medida que se concrete el fin de la política monetaria expansiva de la BCE veremos episodios de retrocesos en las bolsas europeas como los del año pasado. Todo depende de cómo de rápido los mercados interpreten que este hecho ocurrirá.

Previsiones:

Para 2018 el crecimiento mundial previsto para 2018 será de un 3.8%.

En el horizonte geopolítico vemos como principales problemas “previsibles”: la inestabilidad financiera china (siempre latente), los enfrentamientos en oriente medio, los conflictos con la ambiciosa Rusia, la renegociación del NAFTA, el polémico Trump y el polvorín de Corea del Norte. La resolución del Brexit, que poco a poco desvela que nadie sabía realmente el coste que suponía, pasará factura a UK que ya ha flexibilizado su radical postura. Aún queda saber si en unas próximas elecciones alguien no replanteará una segunda votación por sentido común.



Europa tiene los datos los indicadores y el momento del ciclo económico perfecto para seguir creciendo. A Medio plazo es la mejor apuesta.

Para los valores americanos la reforma fiscal puede suponer un incremento de los beneficios para algunas compañías alargando el buen momento de sus acciones. Pero hay peligros evidentes, la sobrevaloración de los títulos americanos en general. Y si caen se llevaran consigo parcialmente a la renta variable europea.

Se espera que suba la inflación en Estados Unidos, esto hace que suban las rentabilidades y se prefieran bonos que protejan de la inflación.

Europa tiene los datos los indicadores y el momento del ciclo económico perfecto para seguir creciendo. Solo vemos el precio del Euro como amenaza a día de hoy. Japón está en la misma situación, el inversor doméstico y el banco central sostienen el crecimiento y solo la fortaleza de su moneda amenaza este escenario.

En los emergentes se sigue apostando por la India y Brasil se ve como una oportunidad. Elecciones, sobrevaluaciones y un aumento de la cotización del dólar pondrían en peligro esta apuesta.

Existe una burbuja de la renta fija pública y la renta fija privada de categoría “investment grade” causada por los tipos de interés del BCE y amenaza también con una corrección. En este sentido se deberían reducir los plazos y la duración de los bonos elegidos. Cabría dar más peso a los bonos flotantes y High yield siempre que el riesgo coincida con su perfil.

Siempre cuidado con las materias primas y el petróleo. Mercados muy volátiles y dependientes de factores geopolíticos externos a los fundamentales del mercado.

En definitiva se teme que la fiesta se acabe pero las condiciones macroeconómicas y la solución que se le dio a la crisis han sido tan especiales que puede extender el ciclo expansivo más allá de su duración y niveles habituales.

Aviso Legal

La presente publicación contiene información de carácter general, no constituyendo en modo alguno opinión profesional ni asesoría jurídica-fiscal.

La información contenida en el mensaje ha sido generada de fuentes genéricas presumiblemente fiables, extremando el cuidado para asegurar que la información contenida en el mismo no es incierta o engañosa en el momento de su publicación. Sin embargo, Bonacapital no puede asegurar que la información sea exacta y/o completa. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el mismo constituyen exclusivamente un juicio personal de los miembros del equipo de análisis de Bonacapital en el momento de emisión de este informe y están sujetas a cambios si se produjeran variaciones significativas en alguno de los datos facilitados que así lo hicieran necesario. El sistema retributivo de los analistas del presente informe no está vinculado a las opiniones vertidas en este informe. Las recomendaciones y opiniones indicadas en el presente informe por el equipo de análisis de Bonacapital no tienen por qué coincidir con la opinión de otros del Grupo.

Este informe no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor del mensaje, cualquiera que sea la finalidad que se persiga. Ninguna parte de este informe podrá distribuirse en los EE.UU. de América, excepto a los principales inversores institucionales de EE.UU. de acuerdo con las reglas establecidas en Rule 15^a-6(a)(2) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.