



INFORME MENSUAL DE ESTRATEGIA
SEPTIEMBRE 2018

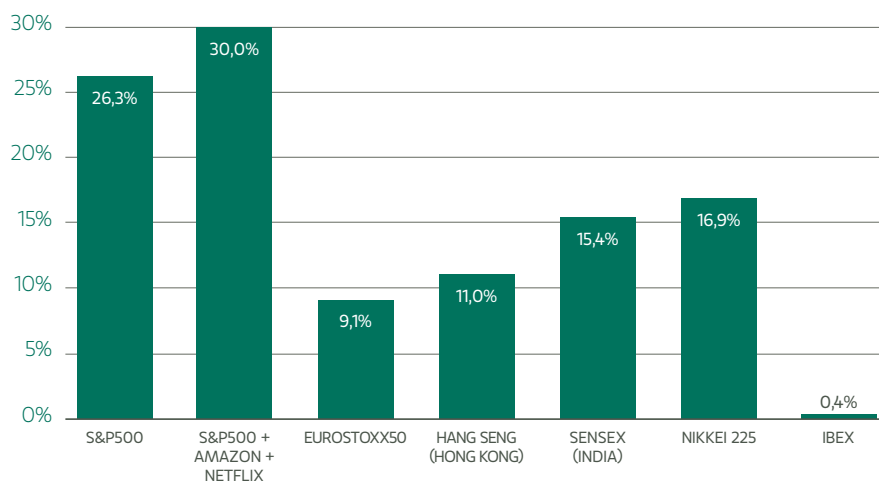
TECNOLOGÍA, ÍNDICES Y OLIGOPOLIOS CRECIENTES

TECNOLOGÍA, ÍNDICES Y OLIGOPOLIOS CRECIENTES

Sin duda alguna, detrás del fuerte crecimiento de la economía y los resultados empresariales americanos, se encuentra la contribución de las empresas tecnológicas y de la nueva economía. Tan sólo el sector de tecnología de consumo supone más de 10% del PIB del país¹, mientras que a nivel bursátil, es en EE.UU. donde más representación tiene dentro de las principales economías desarrolladas.

1. PONDERACIÓN DEL SECTOR TECNOLÓGICO EN LOS PRINCIPALES MERCADOS

Fuente: Bloomberg y Banca March



Casi la mitad de la subida del S&P 500 desde principios de año, (en un entorno de retornos pobres para el resto de áreas geográficas) se debe a la mayor ponderación de la tecnología. Además, es interesante el hecho que la subida se ha concentrado en muy pocos valores. Tan sólo nueve compañías explican un 78% de la subida del índice, y un 58% de ésta, (496 puntos básicos) es atribuible a las cinco empresas agrupadas bajo el acrónimo FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google).

2. CONTRIBUCIÓN DE LAS FAANG A LA RENTABILIDAD DEL S&P 500

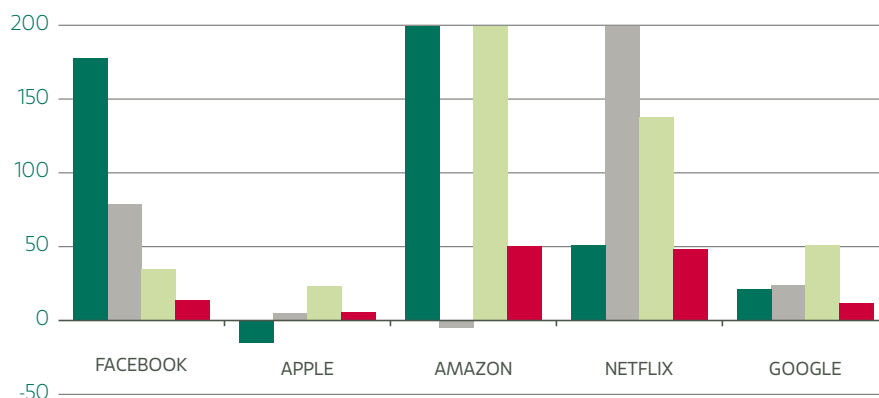
Fuente: Bloomberg y Banca March

NOMBRE	PRECIO(\$)	PESO(%)	YTD(%)	PERe 12M	CONTRIBUCIÓN (PB)
S&P 500	2902	-	8,5	18,0	-
FACEBOOK	175,73	1,72	-0,4	20,1	-1
APPLE	227,63	4,39	34,5	18,1	151
AMAZON.COM	2012,71	3,16	72,1	105,0	228
NETFLIX	367,68	0,73	91,5	91,9	67
GOOGLE/ALPHABET	1231,8	3,03	16,9	22,3	51
TOTAL	-	-	-	-	496

3. CONTRIBUCIÓN DE LAS FAANG A LA RENTABILIDAD DEL S&P 500

Fuente: Bloomberg y Banca March

- ΔB° neto 16
- ΔB° neto 17e
- ΔB° neto 18e
- ΔB° neto 19e



1. US Consumer Technology Association - PWC. (2016). US Economic contribution of the consumer technology sector.

Este grupo de grandes compañías americanas se ha convertido en uno de los mejores representantes de la nueva economía y del cambio de hábitos de los consumidores a nivel global, de un mundo mucho más dirigido a obtener la información, decidir y comprar a través de internet. Son crecientes oligopolios que controlan de manera destacada los mercados donde operan y presentan fuertes tasas de crecimiento, eso sí, en muchos casos cotizando con una fuerte prima de valoración.

Pero, ¿se puede afirmar que la tecnología pesa sólo un 26% en el S&P 500? ¿Qué es tecnología? ¿Hasta que punto se pueden clasificar las compañías dentro de este sector? Todos sabemos que Intel y Microsoft son empresas líderes dentro del sector de semiconductores y software, pero ¿qué empresas responden al origen griego de la palabra techne (arte, técnica y oficio), y logos (conjunto de saber)? ¿Amazon, Google o Twitter son compañías tecnológicas?

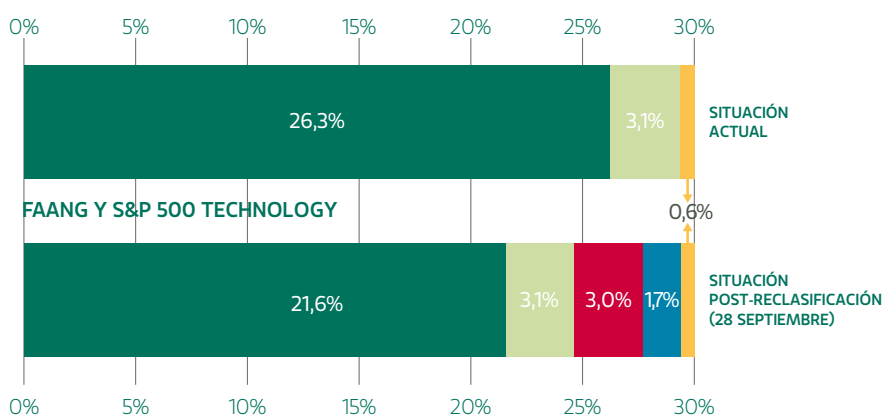
Estas preguntas tienen difícil contestación y buena prueba de ello es que, el próximo 28 de Septiembre, S&P Dow Jones y MSCI cambiarán la metodología que determina los miembros y pesos de cada sector dentro de sus índices. Modificarán el estándar de clasificación sectorial GICS (Global Industry Classification Standard). Se trata de los cambios más significativos de la historia, con los que persiguen reflejar de una mejor manera la naturaleza del negocio de cada compañía en su sector. Las dos modificaciones principales consistirán en:

- El sector de Telecomunicaciones (que actualmente tiene un peso del 2%), pasará a denominarse Servicios de Comunicaciones con una ponderación del 10%. Compañías como AT&T y Verizon pasarán a estar acompañadas por Netflix, Tripadvisor o Time Warner con lo que el perfil de este sector, tradicionalmente aburrido, endeudado y con poco crecimiento cambiará radicalmente. Un buen reflejo de esta situación es que el PER12m de 11,8x se verá incrementado hasta 19,8x.
- Se eliminará el sector de Internet, Software y Servicios, reposicionando sus componentes dentro de Consumo discrecional, Servicios de Comunicaciones y Tecnología. Con ello, el S&P 500 Technology reducirá su peso del 26% actual, al 21%, al perder compañías como Ebay, Alphabet/Google, Facebook y Twitter que pasarán a formar parte de consumo discrecional
- Dentro del grupo FAANG, tan sólo Apple permanecerá dentro del sector tecnología del S&P con un peso del 4,4%.

4. CAMBIOS DE PONDERACIÓN DEL S&P500 TECHNOLOGY

A partir del 28 de septiembre, Facebook y Google/Alphabet se unirán al sector de servicios de comunicación. La única compañía FAANG que se continuará considerando tecnología será Apple.

■ S&P TECNO. ■ GOOGLE
■ AMAZON.COM ■ FACEBOOK
■ NETFLIX



La nueva configuración de los índices es la confirmación de que la teoría de la selección natural de Darwin también se puede aplicar a las empresas. Lo que inicialmente es una ventaja competitiva puramente tecnológica, poco a poco va permeabilizando en la economía, y si los modelos tradicionales de negocio no la internalizan e incorporan con rapidez, terminarán desapareciendo. Adrian Slywotzky, describe bien este hecho en su libro Value Migration² analizando como las empresas líderes son capaces de ir transformando los modelos de negocio, hasta cambiar las reglas del juego y terminar con las compañías que tienen menos ventajas competitivas (como la tecnología). En el largo plazo consiguen absorber el valor de sus rivales. Buen ejemplo de ello fue la reinención de Apple de la mando de Jobs a finales de los 90 frente a compañías como Eastman Kodak que no supieron anticipar el cambio tecnológico.

2. Slywotzky Adrian J.(1996), Value Migration. Harvard Business School Press

Una lectura cortoplacista de los cambios sería intentar anticipar el comportamiento de los 80.000 millones de dólares que actualmente están invertidos en ETFs e índices tecnológicos, ya que los parámetros para hacer comparaciones van a cambiar radicalmente, y por ejemplo es llamativo el encarecimiento relativo de servicios de comunicaciones frente a tecnología

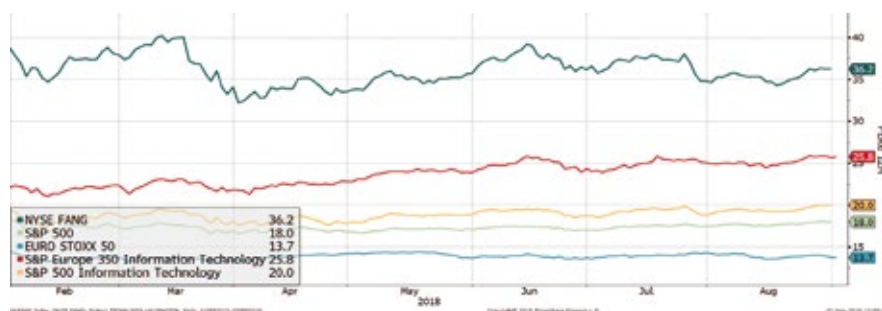
De todas maneras, mucho más importante que esto, es no olvidar que la tecnología es un tesoro. Por mucho que se llame de una manera u otra, cambiando la composición de los índices, y a pesar de que ya sólo se considere a Apple dentro de tecnología, las compañías son las mismas. Contar con Silicon Valley como motor de desarrollo y de crecimiento de los beneficios, es una auténtica ventaja frente a otros países.

Desde Banca March continuamos recomendando sobreponderar Tecnología (además de bancos e industriales), pero con matices importantes:

- Cuidado con las FAANG. Bajo un mismo acrónimo se aglutinan empresas de perfil muy diferente. Tal y como describe el Gráfico 2 y 3, ni los modelos de negocio, ni las tasas de crecimiento de los beneficios, ni la valoración tienen nada que ver. Especial cuidado con negocios como Netflix y Facebook donde las barreras de entrada no son tan fuertes como algunos piensan y sus valoraciones son vulnerables.

5. VALORACIÓN ÍNDICES TECNOLÓGICOS

Fuente: Bloomberg y Banca March



- Mejor canalizar la inversión hacia índices o empresas como las del S&P 500 Information Technology, que como muestra el (gráfico 5), no sólo el riesgo de concentración es menor, sino que la valoración es un 44% más atractiva.
- Una reflexión más con la que recomendamos no comprar tecnología a cualquier precio dejándonos llevar por la “imparable evolución” de las FAANG. Es cierto que es difícil establecer valoraciones para estos nuevos negocios, dado que nunca antes nos hemos enfrentado a la transformación digital, pero los mercados siempre dan oportunidades.

6. RETORNO FAANG VS BAT (BAIDU, ALIBABA Y TENCENT) Y S&P 500

Fuente: Bloomberg y Banca March



Observen como en el gráfico 6, los principales competidores chinos de algunas FAANG, las compañías BAT (Baidu el Google Chino, Alibaba rival de Amazon, y el gigante Tencent), desde el comienzo de las amenazas de la guerra comercial, si se han mostrado vulnerables y en los últimos 6 meses se ha abierto una oportunidad relativa del 30% de revalorización. Tecnología sí, pero no toda ni a cualquier precio.

Joan Bonet Majó

Director de Estrategia de Mercados



INFORME MENSUAL DE ESTRATEGIA
SEPTIEMBRE 2018

SE INCREMENTAN LOS RIESGOS
PERO LA RENTA VARIABLE ES
LA MEJOR OPCIÓN.

¿QUÉ HA PASADO EN LOS MERCADOS?

La tensión en economías emergentes como Turquía y Argentina, el negativo comportamiento de los mercados italianos -perjudicados por comentarios y rumores asociados a su Gobierno- y la favorable evolución de las bolsas en EE.UU. fueron los puntos más destacables en agosto.

En Turquía, la incertidumbre derivada del gobierno personalista de Recep Tayyip Erdogan -su yerno nombrado nuevo ministro de Finanzas, menor independencia del Banco Central- y la disputa diplomática y comercial con EE.UU. hicieron mella en la lira turca, que cerró agosto en mínimos históricos (dejándose un -25,3% en el mes). En Argentina, la inquietud de los mercados ante la solicitud de adelanto de los fondos pactados con el FMI por el gobierno de Macri arrastraba al peso un -25,8%; en paralelo, y para intentar contener la caída de la divisa, el Banco Central del país elevaba tipos dos veces en el mes, hasta el 60%.

Positivo anuncio de acuerdo comercial preliminar entre EE.UU. y México, al que podrá unirse Canadá y que sustituirá al actual Tratado de Libre Comercio de América del Norte. El acuerdo duraría 16 años en total y, a falta de más detalles, obligará en el sector de autos a un salario mínimo de 16\$/hora y a que el 75% del contenido de los autos vendidos en ambos países sea fabricado en la región.

Mientras, el contencioso comercial entre EE.UU. China transcurrió entre amenazas de Trump con una ampliación de los aranceles a aplicar a los productos asiáticos y el tono más conciliador de la nueva ronda de negociaciones, sin resultado concreto.

La Fed mantuvo los tipos en 1,75-2%, como se esperaba, y mostró una valoración algo más positiva sobre el crecimiento y la inflación frente al anterior comunicado. En Jackson Hole, discurso en línea de Powell: sin señales de recalentamiento de la economía de EE.UU. y con intención de continuar con el ritmo lento y gradual de subida de tipos. En Reino Unido, por el contrario, se confirmó la subida de tipos del Banco de Inglaterra, +25 p.b. hasta el 0,75%.

En el plano macro, el dinamismo económico continuó en EE.UU., destacando la revisión del PIB 2T hasta el 4,2% anualizado, el mayor ritmo en cuatro años. En España, el desempleo marcó mínimos cercanos a una década y el IPC preliminar de agosto, +2,2%, frenaba el repunte visto en meses previos. En China, el sector exterior mantuvo un elevado dinamismo pero repuntó la inflación.

La renta variable tuvo un comportamiento mixto. En EE.UU., excelente evolución del S&P (+3%) y el tecnológico Nasdaq (+4,6%), apoyados en buenos datos macro, temporada histórica de resultados y el acuerdo comercial con México.

En Europa, por el contrario, se notó la incertidumbre asociada a la guerra comercial (EuroStoxx -3,7 e IBEX -4,8%), las dificultades para cerrar acuerdo sobre el Brexit (FTSE 100 -3%) y el tono desafiante del gobierno italiano para con la U.E. y sus dificultades para cerrar los presupuestos, que llevó al MIB a ceder un 6,1% en el mes, farolillo rojo europeo.

En los mercados emergentes, la crisis turca se dejó notar en el MSCI Emergente (-2,9%), destacando el importante retroceso de Brasil (-6,4%) asociado a la incertidumbre del proceso electoral que se avecina en octubre.

En el mercado de renta fija, mal comportamiento mensual para la renta fija periférica y en especial la italiana, justificada por el posible incremento del déficit público, las dificultades para sacar adelante los presupuestos del país y los rumores, desmentidos, de solicitud de apoyo a la deuda italiana por parte del BCE. Mes más positivo para los bonos alemán y estadounidense y para el crédito.

En el mercado de divisas, movimiento de ida y vuelta en el cruce euro-dólar. Las tensiones emergentes apreciaban el billete verde hasta niveles de 1,134EUR/USD, para luego revertir la tendencia y cerrar el mes sin cambios frente a julio, en 1,16 EUR/USD. La libra esterlina, por su parte, se debilitó a la espera de progresos en las negociaciones del Brexit, hasta 0,896 GBP/EUR.

En el mercado de materias primas, el Brent retomaba la tendencia alcista rota en julio para cerrar el mes un 4,2% arriba, hasta 77,42\$/barril. Un dato de inventarios más bajo en EE.UU. y la cancelación sine die de la OPV de Saudi Aramco explicaron en parte dicho comportamiento. Por otra parte, la menor tensión comercial se reflejó en la cotización del oro, -1,9% hasta 1.201\$/onza.

¿CÓMO POSICIONARNOS EN EL ENTORNO ACTUAL?

Se incrementan los riesgos pero la renta variable es la mejor opción.

POSICIÓN ESTRATÉGICA					
CLASE DE ACTIVO	-2	-1	NEUTRAL	+1	+2
LIQUIDEZ			■		
RENTA FIJA	■				
RENTA VARIABLE			■		
ALTERNATIVOS				■	
RENTA FIJA	-2	-1	NEUTRAL	+1	+2
DEUDA SOBERANA	■				
Alta Calidad (AAA)	■				
Periféricos			■		
BONOS CORPORATIVOS			■		
Investment Grade		■			
High Yield			■		
DEUDA EMERGENTE				■	
BONOS CONVERTIBLES			■		
RENTA VARIABLE	-2	-1	NEUTRAL	+1	+2
EUROPA				■	
ESTADOS UNIDOS			■		
EMERGENTES				■	
JAPÓN			■		

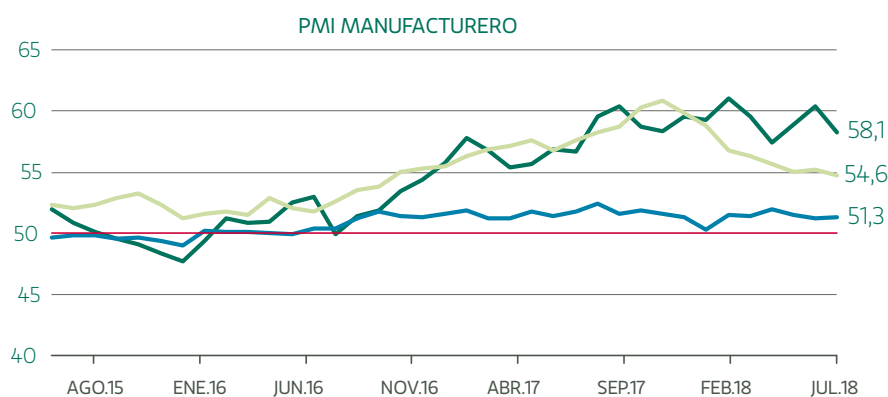
Los datos de actividad son positivos, pero la confianza comienza a frenarse

El verano ha transcurrido sin grandes cambios en el escenario macroeconómico global, dado que el crecimiento mundial continuó mostrando una tendencia positiva. Los datos de actividad son alentadores, pero la confianza de los empresarios global se ha alejado de los altos niveles vistos en los primeros meses del año (ver gráfico 1) y más relevante aún, los riesgos a la baja sobre la actividad se mantuvieron latentes.

1. CONFIANZA DE LOS EMPRESARIOS

Fuente: Bloomberg y Banca March

— EE.UU. — CHINA
— EURO-ZONA — UMBRAL



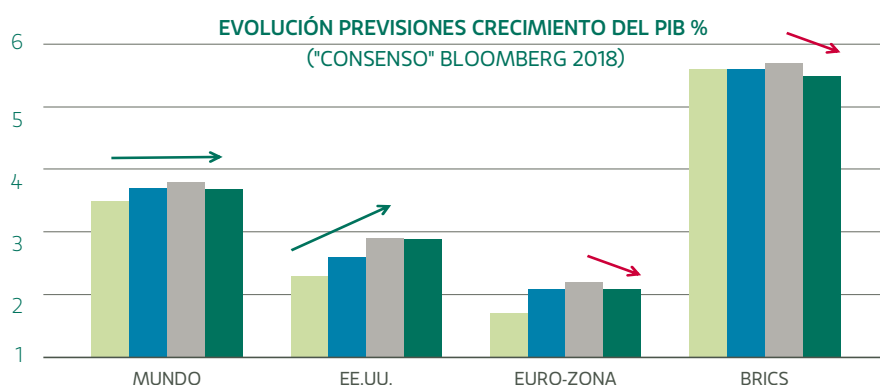
La economía mundial seguirá en expansión, pero a menor ritmo...

Nuestro escenario central se mantiene inalterado y se prevé que la economía mundial seguirá en un ciclo de expansión, pero ya mostrando signos de cierta moderación y que además vendrá acompañado de una mayor dispersión del ritmo de crecimiento.

2. CONTINÚA EL CICLO EXPANSIVO PERO CON MENOR CONVERGENCIA

Fuente: Bloomberg y Banca March

- AGOSTO 17
- DICIEMBRE 17
- JUNIO 18
- AGOSTO 18



...y con mayor dispersión entre las principales economías.

Como se aprecia en el gráfico anterior, en Estados Unidos, el efecto positivo de los estímulos fiscales adoptados por el ejecutivo de D.Trump ha elevado el crecimiento, al avanzar el PIB un +4,2% trimestral anualizado en el segundo trimestre, mientras que en la zona euro y también en las grandes economías emergentes, la actividad fue menos dinámica de lo esperado y se revisan a la baja las previsiones de crecimiento económico para el conjunto del año.

No obstante, los niveles de crecimiento estimados siguen siendo sólidos en los tres grandes bloques económicos señalados y con ello el PIB mundial avanzará este año a ritmos del +3,8% interanual su nivel más elevado desde el 2011. Además, de cara a 2019 solamente se anticipa una ligera desaceleración hasta un ritmo del +3,6%.

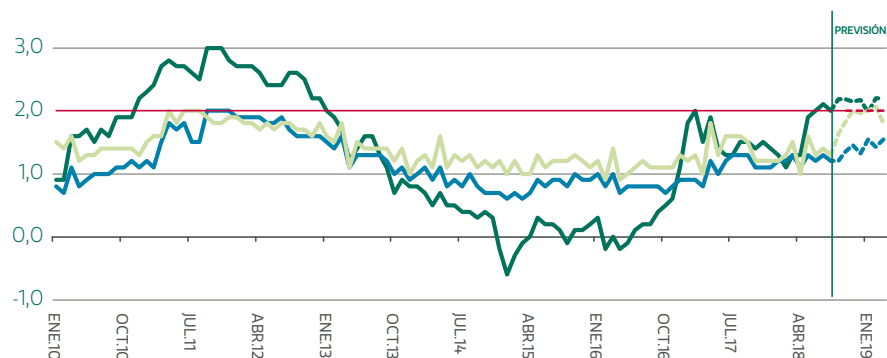
La inflación se encuentra ya cerca de los objetivos de los Bancos Centrales...

En cuanto a la inflación, en la parte final del año deberíamos asistir a una moderación del repunte del IPC, dado que a partir del último trimestre el efecto base de los mayores precios del petróleo irá poco a poco perdiendo protagonismo.

3. INFLACIÓN EN LA EURO-ZONA

Fuente: Bloomberg y Banca March

- IPC
- IPC Servicios
- IPC Subyacente
- Objetivo BCE



Cabe señalar que estos mayores costes energéticos y la recuperación del empleo se irán traspasando a los salarios y a los precios de los servicios, lo que impulsará al alza las tasas subyacentes de inflación que se aproximarán del IPC general tanto en EE.UU. como en Europa.

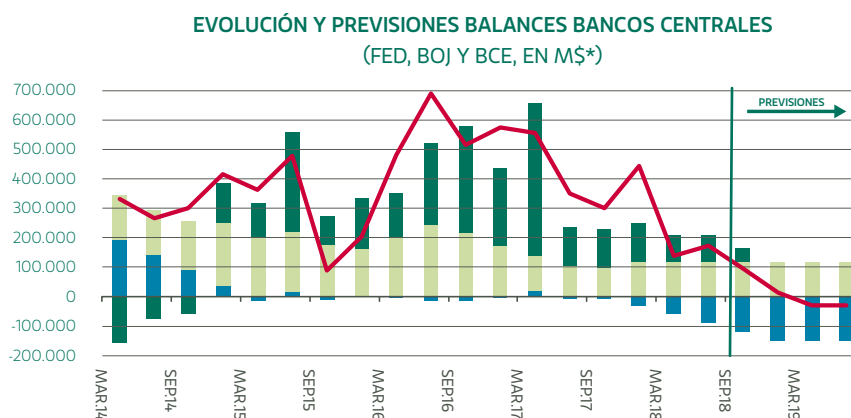
...lo que permitirá una retirada de los estímulos monetarios...

Este escenario de inflación, permitirá que la política monetaria mantenga el curso previsto. Se prevé que la Fed eleve este año el precio del dinero en otras dos ocasiones hasta situarlo a finales de 2018 entre el 2,25% - 2,5%. Mientras que en el caso del BCE, no esperamos cambios en el precio del dinero hasta la segunda mitad del próximo año. Sin embargo, la atención en la política monetaria se centrará en el cambio de sesgo que veremos en los próximos meses en los programas de compras de activos de las autoridades monetarias más que en los tipos de interés oficiales.

4. BALANCES BANCOS CENTRALES

Fuente: Bloomberg y Banca March

■ FED
■ BANCO JAPÓN
■ BCE
— TOTAL



...y a partir de 2019, las principales autoridades monetarias dejarán a nivel agregado de introducir liquidez en el sistema.

Si tenemos en cuenta los tres principales Bancos Centrales, a partir del primer trimestre de 2019 por primera vez en el actual ciclo económico, las autoridades monetarias dejarán a nivel agregado de introducir liquidez en el sistema. La Fed acelerará la reducción de su balance hasta los 50.000 M\$ mensuales al no renovar los vencimientos de deuda y, por su parte, el BCE dará por finalizado el programa de compras que desde finales de septiembre rebajará hasta los 15.000 M€ mensuales.

El escenario económico de fondo es un factor de apoyo a las bolsas, pero que no está exento de riesgos...

Este escenario macroeconómico es un factor de apoyo a la renta variable, pero que no está exento de riesgos y, en particular, preocupan posibles incrementos adicionales en las tensiones comerciales, la depreciación de las divisas emergentes y la incertidumbre política en Europa (negociaciones del "Brexit" y presupuestos en Italia), factores que marcarán la agenda de los próximos meses.

...preocupan nuevos incrementos de las tensiones comerciales...

Con respecto al riesgo comercial creemos que, como mínimo, las negociaciones continuarán generando volatilidad en los próximos meses. Durante agosto las noticias fueron mixtas, ya que por el lado positivo el ejecutivo de D.Trump ha acercado posturas con México hacia un nuevo tratado de libre comercio al que podría unirse Canadá. Pero la nota negativa fue con China, al entrar ya en vigor una nueva ronda de aranceles mutuos (que elevan hasta los 50.000 M\$ la subida de las tasas entre las dos grandes potencias económicas).

En septiembre, la Administración estadounidense se pronunciará sobre la decisión final relativa a las tarifas sobre importaciones de automóviles europeos y también la introducción de tarifas adicionales a productos importados desde China valorados en 200.000 M\$. De confirmarse la introducción de estas medidas, entraremos en un nuevo escenario en el cual el efecto económico directo de la guerra comercial comenzará a ser más negativo.

...y también un deterioro de los flujos de financiación a las economías emergentes

El otro factor de riesgo es la evolución de las economías emergentes y el deterioro de los flujos de financiación externa. Los desajustes macroeconómicos en Argentina y Turquía continuaron presionando sus monedas, pero también las de otras economías emergentes.

TABLA 1. FUNDAMENTALES MACROECONÓMICOS (ECONOMÍAS EMERGENTES)

	TURQUÍA	ÁFRICA DEL SUR	ARGENTINA	MÉXICO	COLOMBIA	INDONESIA	INDIA	BRAZIL	RUSIA	CHINA
BALANZA C/C (%PIB)	-5,5	-2,5	-4,9	-1,7	-3,3	-1,7	-1,6	-0,5	2,3	1,3
DEUDA EXTERNA (%PIB)	48,5	49,4	35,7	37,1	41,3	34,2	19,4	15,1	29,7	12,1
RESERVAS EXT./MESESIMP.	4,7	5,9	9,7	4,7	12,3	9,9	9,9	29,3	17,6	16,9
CALIFICACIÓN CREDITICIA	9,7	10,5	5,8	13,3	12,0	11,0	11,1	9,0	10,3	16,3
ÍNDICE VULNERABILIDAD EXTERNA	12,8	11,3	10,8	9,3	8,0	7,8	6,3	5,3	5,3	2,3

Fuente: Bloomberg, Oxford Economics y Banca March

Como muestra la tabla anterior, las economías emergentes son un grupo de países heterogéneo. Si bien existen países que no han hecho sus deberes en los últimos años, y en los que sus niveles de endeudamiento exterior han seguido incrementándose, no debemos generalizar este análisis ya que en muchos casos las grandes potencias del mundo emergente presentan ahora menores desajustes macroeconómicos que en anteriores episodios de incrementos de los costes de financiación externos.

Aunque en el corto plazo el efecto contagio podría seguir penalizando el conjunto de activos emergentes, pensamos que el actual tensionamiento de las condiciones de financiación no derivará en una crisis de balanza de pagos en las grandes economías y mantenemos por tanto invariada nuestra sobreexposición a deuda emergente en moneda externa, confiando en que la mejora de los fundamentales y el mayor ritmo de crecimiento volverán a dar soporte a este activo.

En Europa, el último trimestre del año estará marcado por las negociaciones del “Brexit” y los presupuestos de Italia

Finalmente, a nivel europeo, la incertidumbre en Italia se ha mantenido elevada y no será hasta finales de septiembre donde previsiblemente conoceremos más detalles de los programas que pretende implementar el nuevo gobierno transalpino. En el último trimestre se presentarán los presupuestos para 2019 que previsiblemente incluirán algunas medidas de incremento del gasto público y que producirían el incumplimiento de las metas de reducción del déficit acordadas con Bruselas. Asimismo, también entre octubre y noviembre, la U.E. y el gobierno británico deberían lograr plasmar el acuerdo de salida del Reino Unido. En ambos casos, las negociaciones serán tensas pero el escenario central es que se logren acuerdos, tanto para el “Brexit” como para los nuevos presupuestos italianos, que eviten escenarios negativos como serían una salida precipitada y sin acuerdos de la U.E..

A pesar de estas incertidumbres, la fortaleza de los beneficios empresariales deberá continuar favoreciendo las bolsas mundiales

En conclusión, los riesgos latentes nos hacen mantener una mayor cautela. Desde julio recomendamos reducir la sobreponderación en renta variable hasta neutral, a la espera de mejores oportunidades de compra. No debemos olvidarnos que de fondo seguimos en un ciclo económico todavía expansivo y en el que los beneficios empresariales siguen registrando importantes crecimientos. La temporada de publicación de beneficios del 2T fue alentadora (ver tabla 2) y en los próximos doce meses se prevé que a nivel global los beneficios empresariales seguirán creciendo a ritmos elevados (ver gráfico 5).

TABLA 2. TEMPORADA RESULTADOS 2T (S&P 500 Y STOXX600)

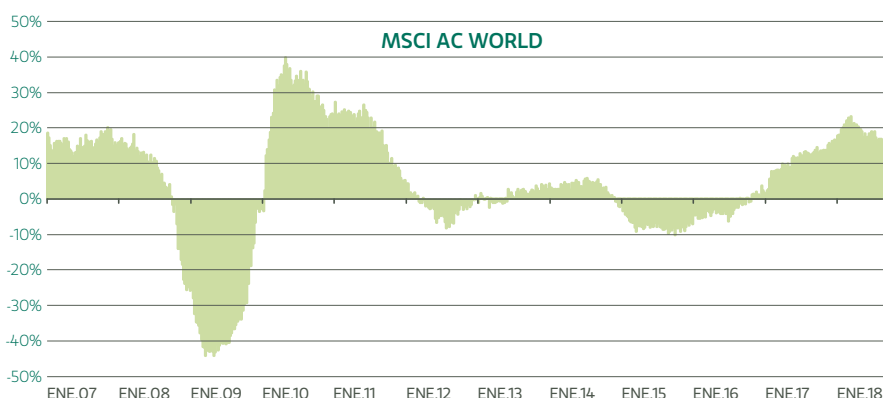
Fuente: Bloomberg y Banca March

ANÁLISIS RESULTADOS EMPRESARIALES	PUBLICADO	RESULTADOS TRIMESTRE ACTUAL			
		AUMENTO RESULTADOS	MEJOR	PEOR	% SORPRESA
DJ EuroStoxx 600 BPA	91%	5.22%	52%	48%	1.01%
DJ EuroStoxx 600 Vtas	91%	5.29%	61%	39%	0.57%
S&P 500 BPA	99%	25.25%	84%	15%	5.51%
S&P 500 Vtas	99%	9.46%	72%	28%	1.38%

5. EVOLUCIÓN BPA A 12 MESES (% CRECIMIENTO INTERANUAL)

Fuente: Datastream y Banca March

■ BENEFICIOS (BPA 12M FWD)



La renta fija soberana no presenta atractivo

En cuanto al mercado de renta fija, seguimos recomendando evitar la deuda soberana de mayor calidad crediticia y por otra parte, el crédito cada vez muestra menor potencial. El aumento de la inflación y una política monetaria menos expansiva son factores negativos que terminarán empujando al alza los tipos de interés a largo plazo. En Alemania, se estima que la rentabilidad exigida a 10 años subirá hasta niveles del 0,9% y hasta el 3,2% para la referencia estadounidense, por lo que mantenemos la preferencia por duraciones cortas y contener la exposición a crédito siendo muy selectivos en los emisores en cartera dado que previsiblemente las tasas de impago se situarán en mínimos en los próximos meses y los niveles actuales de diferenciales no cubrirían posibles aumentos de los impagos.

No se esperan apreciaciones adicionales del dólar más allá del 1,15 EUR/USD

En el mercado de divisas, niveles del cruce euro-dólar cercanos al 1,15 EUR/USD nos parecen adecuados para reducir exposición al dólar ya que mantenemos la previsión que el cruce deberá cotizar en niveles más cercanos al 1,20 EUR/USD y por ello se recomienda cubrir la exposición a la divisa estadounidense en cartera. Consideramos que los factores que han propiciado la depreciación del euro frente al dólar hasta tocar niveles de 1,15 EUR/USD son temporales (menor dinamismo de los datos de actividad de la zona euro, y repunte de los temores políticos) y no se espera que el dólar se aprecie más allá de esos niveles.

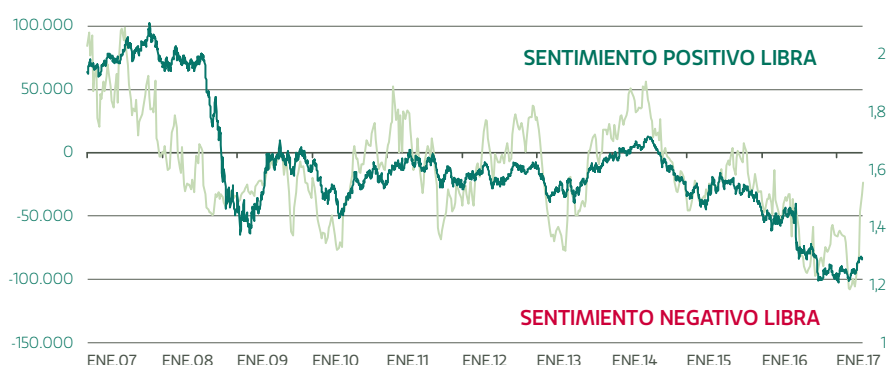
La libra esterlina seguirá bajo presión en el corto plazo

La incertidumbre política y el riesgo de una salida desordenada de la U.E. han presionado la libra esterlina y el posicionamiento de los inversores alcanzó su nivel más negativo para la libra ante la falta de avance en las negociaciones.

6. POSICIONAMIENTO MERCADO FUTUROS (LIBRA - DÓLAR)

Fuente: Bloomberg y Banca March

— Posicionamiento Futuros
— Libra-Dólar (Derech.)



A la espera de conocer los detalles del acuerdo de salida, pensamos que el cruce euro-libra seguirá cotizando en un rango entre 0,85 - 0,90 EUR/GBP. Aunque el mercado ya ha descontado parte del escenario negativo, la escasa visibilidad sobre el acuerdo de salida podrá propiciar depreciaciones adicionales de la libra en el corto plazo y por ello se recomienda mantener cubierta la exposición a la libra esterlina a pesar de cotizar en la parte alta del rango previsto.

Joan Bonet Majó

Pedro Sastre

Paulo Gonçalves

Equipo de Estrategia de Mercados de Banca March

EURIBOR

	ÚLTIMO	1 MES	AÑO EN CURSO	ANUAL 12M
1 MES	-0,37	-0,37	-0,37	-0,37
3 MESES	-0,32	-0,32	-0,33	-0,33
6 MESES	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27
12 MESES	-0,18	-0,18	-0,19	-0,16

DIVISAS

	ÚLTIMO	1 MES	AÑO EN CURSO	ANUAL 12M
EUR/USD	1,1602	1,169	1,201	1,188
EUR/GBP	0,896	0,891	0,888	0,919
EUR/CHF	1,124	1,158	1,170	1,145
EUR/JPY	128,8	130,8	135,3	131,0

DEUDA PÚBLICA

		ÚLTIMO	1 MES	AÑO EN CURSO	ANUAL 12M
USA	2 AÑOS	2,63	2,67	1,88	1,33
	5 AÑOS	2,74	2,85	2,21	1,70
	10 AÑOS	2,86	2,96	2,41	2,12
	30 AÑOS	3,02	3,08	2,74	2,73
ALEMANIA	2 AÑOS	-0,61	-0,57	-0,63	-0,73
	5 AÑOS	-0,23	-0,13	-0,20	-0,34
	10 AÑOS	0,33	0,44	0,43	0,36
ESPAÑA	2 AÑOS	1,01	1,09	1,26	1,12
	5 AÑOS	-0,27	-0,31	-0,35	-0,34
	10 AÑOS	0,45	0,36	0,40	0,21
REINO UNIDO	2 AÑOS	1,47	1,40	1,57	1,56
	5 AÑOS	2,63	2,48	2,85	2,79
	30 AÑOS	0,73	0,77	0,44	0,18
REINO UNIDO	5 AÑOS	1,04	1,06	0,72	0,44
	10 AÑOS	1,43	1,33	1,19	1,03
	30 AÑOS	1,77	1,77	1,76	1,70

BONOS CORPORATIVOS (DIFERENCIALES 1 AÑO)

	ÚLTIMO	1 MES	AÑO EN CURSO	ANUAL 12M
AA	-0,23	-0,22	-0,26	-0,31
A	-0,18	-0,19	-0,21	-0,23
BBB	-0,05	-0,06	-0,12	-0,13

MATERIAS PRIMAS

	ÚLTIMO	1 MES	AÑO EN CURSO	ANUAL 12M
BRENT	77,42	74,25	66,87	50,86
ORO	1.201,4	1.224,1	1.303,1	1.308,6

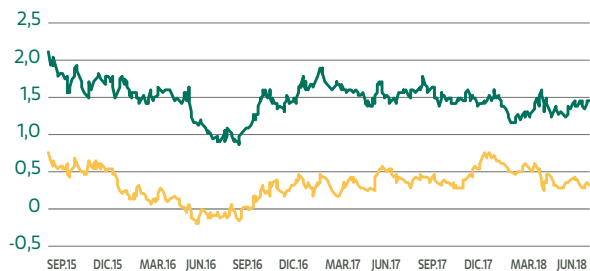
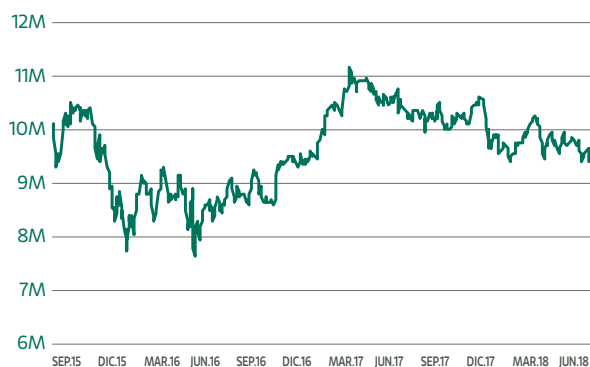
ÍNDICES BURSÁTILES (3 AÑOS)

	ÚLTIMO	1 MES	YTD	3 AÑOS
MSCI WORLD*	522,88	0,59%	1,92%	28,34%
SP500	2901,52	3,03%	8,52%	57,60%
EUROSTOXX50	3392,9	-3,76%	-3,17%	9,42%
TOPIX	1735,35	-1,02%	-4,52%	33,25%
IBEX35	9399,1	-4,78%	-6,42%	-5,08%
FOOTSIE100	7432,42	-4,08%	-3,32%	10,42%
MSCI BRAZIL	1619,13	-12,00%	-19,96%	-26,97%
MSCI CHINA	81,36	-3,88%	-8,94%	29,27%
MSCI EMERGING	1055,96	-2,90%	-8,85%	5,40%

* Todos los países

EURIBOR 12 MESES (3 AÑOS)

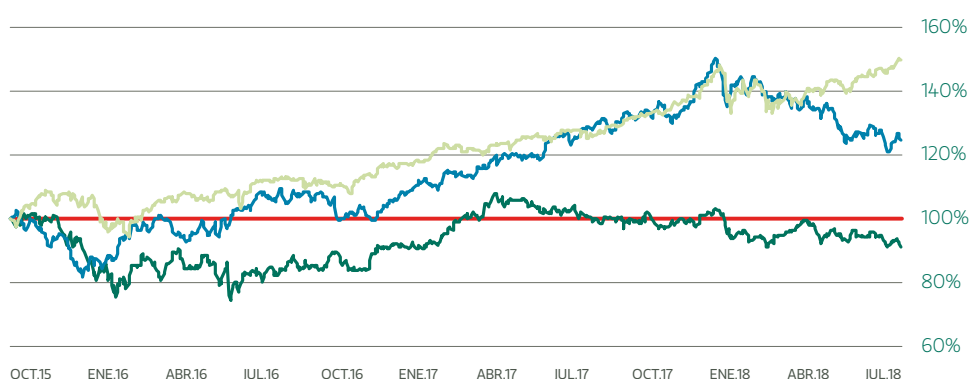
EUR/USD (3 AÑOS)

TIPOS DE BONOS A 10 AÑOS (ESPAÑA VS ALEM.)

IBEX (3 AÑOS)


Fuente: Bloomberg

**EVOLUCIÓN DE LOS
ÍNDICES BURSÁTILES
(3 AÑOS)**

Fuente: Bloomberg

 — IBEX REL
 — MSCI EMERGENTES REL
 — SPS500 REL

DATOS A CIERRE DE 31 DE AGOSTO 2018

	RENTABILIDAD				DURACIÓN		DISTRIBUCIÓN DE CARTERA				EXP. DIVISAS (NO EUR)		
	SEMANA	MES	AÑO 2018	AÑO	ACTUAL	HACE 1 MES	LIQUIDEZ	DEPÓSITOS	RF	RV	INV. ALT.	TOTAL	USD
MARCH MONETARIO F.I.	-0,02%	-0,07%	-0,35%	-0,41%	0,319	0,384	36,36%	20,72%	47,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
MARCH RENTA FIJA CORTO PLAZO F.I.	-0,16%	-0,30%	-1,37%	-1,21%	0,462	0,460	4,25%	5,76%	90,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
MARCH PREMIER R.F. C.P. F.I.	-0,14%	-0,24%	-1,13%	-0,93%	0,464	0,475	5,79%	5,69%	88,58%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
MARCH PATRIMONIO C.P. F.I.	-0,15%	-0,29%	-1,01%	-0,84%	0,839	0,873	3,10%	2,14%	94,86%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
FONMARCH F.I.	-0,14%	-0,34%	-1,09%	-0,89%	2,344	2,453	7,49%	0,00%	90,96%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
MARCH EUROPA F.I.	0,49%	-0,64%	-0,17%	0,00%	0,004	0,003	1,79%	0,00%	0,00%	97,79%	0,00%	35,29%	6,32%
MARCH INTL - VALORES IBERIAN EQUITY	-0,49%	0,25%	1,15%	3,90%	0,003	0,003	4,60%	0,00%	0,00%	95,40%	0,00%	0,00%	0,00%
MARCH GLOBAL F.I.	0,40%	-0,87%	0,74%	4,92%	0,008	0,003	5,64%	0,00%	0,00%	93,53%	0,00%	59,15%	15,39%
MARCH INTL - MARCH VINICATENA	0,08%	-1,14%	-2,23%	4,22%	0,003	0,003	32,09%	0,00%	0,00%	77,91%	0,00%	46,74%	17,72%
MARCH INTL - THE FAMILY BUSINESSES FUND	-0,38%	-0,94%	-2,90%	3,21%	0,003	0,003	17,76%	0,00%	0,00%	82,74%	0,00%	39,20%	17,81%
MARCH NEW EMERGING WORLD F.I.	-0,09%	-3,46%	-8,87%	-4,55%	0,000	0,003	17,92%	0,00%	0,00%	99,28%	0,00%	40,37%	-20,60%
MARCH INTL - TORRENOVA LUX	-0,44%	-0,97%	-1,78%	-1,76%	0,974	1,037	5,30%	0,00%	72,46%	22,24%	0,00%	10,12%	5,94%
TORRENOVA DE INVERS. S.I.C.A.V. S.A.	-0,39%	-0,88%	-1,28%	-1,15%	0,974	1,037	8,22%	0,00%	69,38%	22,45%	0,00%	2,88%	-0,68%
CARTERA BELLVER S.I.C.A.V., S.A.	-0,44%	-1,05%	-0,79%	1,35%	1,029	1,082	6,09%	0,00%	41,84%	52,07%	0,00%	6,83%	1,89%
LLUC VALORES S.I.C.A.V., S.A.	-0,21%	-1,03%	1,04%	5,98%	0,007	0,003	14,87%	0,00%	0,00%	85,33%	0,00%	14,86%	7,16%
MARCH PATRIMONIO DEFENSIVO FI	-0,19%	-0,70%	-1,81%	-1,61%	0,000	0,003	3,71%	0,00%	77,43%	13,55%	4,10%	0,09%	-0,09%
MARCH CARTERA CONSERVADORA FI	-0,07%	-0,58%	-1,21%	-0,28%	0,000	0,003	4,17%	0,00%	60,32%	31,57%	4,27%	0,04%	0,04%
MARCH CARTERA MODERADA FI	0,11%	-0,36%	-0,33%	1,38%	0,000	0,003	6,43%	0,00%	41,61%	50,52%	1,79%	0,22%	0,22%
MARCH CARTERA DECIDIDA FI	0,24%	-0,50%	-0,18%	3,21%	0,000	0,003	4,10%	0,00%	15,33%	78,88%	2,22%	3,56%	-3,54%
PLAN PENSION CRECIENTE, F.P.	-0,18%	-0,36%	-1,28%	-1,26%	1,673	1,715	1,99%	2,15%	95,63%	0,00%	0,00%	0,63%	-0,63%
MARCH PENSIONES 80/20, F.P.	-0,14%	-0,54%	-0,97%	0,29%	2,607	2,665	1,00%	0,00%	73,29%	24,17%	0,00%	13,60%	3,31%
MARCH PENSIONES 50/50, F.P.	0,06%	-0,55%	-0,15%	2,52%	2,199	2,241	6,69%	0,00%	45,05%	47,09%	0,00%	28,24%	7,59%
MARCH ACCIONES, F.P. 0,31%	-0,68%	1,15%	6,62%	0,008	0,003	4,95%	0,00%	0,00%	94,23%	0,00%	58,17%	17,13%	16,88%
MARCH AHORRO, F.P.	-0,02%	-0,60%	-0,15%	2,22%	2,688	2,771	2,55%	0,00%	63,90%	32,42%	0,00%	20,07%	6,21%
PLAN OPTIMO, F.P.	-0,03%	-0,61%	-0,37%	1,98%	2,376	2,850	13,36%	0,00%	55,77%	29,15%	0,00%	18,05%	5,41%
MARCH MODERADO EPSV	-0,15%	-0,63%	-0,34%	0,94%	2,363	2,392	7,24%	0,00%	64,64%	30,57%	0,00%	17,35%	4,76%
MARCH ACCIONES EPSV	0,27%	-0,66%	1,63%	6,98%	0,007	0,003	6,75%	0,00%	0,00%	92,51%	0,00%	58,17%	16,56%

NOTA IMPORTANTE:

El contenido del presente documento tiene una finalidad meramente ilustrativa y no pretende ser, no es y no puede considerarse en ningún momento una recomendación de inversión o de contratación de productos financieros. Únicamente se ha elaborado para facilitar la decisión independiente e individual de cada inversor y no pretende reemplazar al asesoramiento necesario para contratar este tipo de productos. Los términos y condiciones expuestos en el presente documento constituyen únicamente unos términos preliminares, sometidos a discusión y negociación, y están condicionados al acuerdo y redacción final de los términos de la transacción, contenidos, en su caso, en el contrato o confirmación que a tal efecto se formalice. En consecuencia, March Gestión de Fondos, S.G.I.I.C., S.A.U. no quedará vinculada por el presente documento hasta que se decida realizar una operación y acordar sus términos y condiciones sobre la base de los documentos que finalmente sean aprobados junto con el inversor interesado. March Gestión de Fondos, S.G.I.I.C., S.A.U. no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en relación con la información contenida en el presente documento. Todos los términos, condiciones y precios contenidos en este documento son meramente indicativos y están sujetos a variaciones por circunstancias del mercado, modificaciones legislativas, jurisprudenciales, de doctrina administrativa o cualquier otro motivo, que puedan producirse. El inversor interesado debe ser consciente de que los productos a los que este documento se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o patrimonial o su perfil de riesgo. Por consiguiente, deberá adoptar sus propias decisiones teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento especializado en materia fiscal, legal, financiera, regulatoria, contable o de cualquier otro tipo que, en su caso, precise. March Gestión de Fondos, S.G.I.I.C., S.A.U. no asume responsabilidad alguna por cualquier coste o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. Ninguna parte de este documento puede ser copiada, fotocopiada o duplicada en modo alguno, forma o medio, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de March Gestión de Fondos, S.G.I.I.C., S.A.U.