



Informe Mensual

Septiembre 2018

Agosto, el mes de la incertidumbre por excelencia, ha finalizado con un balance mixto para los mercados mundiales de renta variable mundiales. Especial protagonista ha sido la renta variable emergente y la depreciación de algunas divisas. A pesar de la falta de liquidez de los mercados, las bolsas americanas consiguieron romper máximos frente a las bolsas europeas y emergentes que fueron castigadas. Especial mención merecen Turquía y Argentina, que generaron momentos de inseguridad debido a la debilidad de sus divisas y a los problemas financieros que esto les pudiera ocasionar.

TEMARIO

Entorno Macroeconómico

Resumen de Mercados

Recomendaciones

Evolución Fondos Welzia

Evolución SICAVS Welzia

Tema del Mes:

Bancos Centrales: “¿En qué punto nos encontramos?”

Indicadores MACRO

Indicadores MERCADOS

Análisis Técnico

Disclaimer



Entorno Macroeconómico

EUROPA

La mejora de los datos macroeconómicos y del sentimiento de los inversores hacia la economía europea, han llevado a repuntar a los indicadores de confianza tras varios meses de moderación. El índice de Sorpresas Macroeconómicas de Citi en Europa, ha recuperado el terreno positivo después de haber llegado a niveles de -100, lo cual nos muestra la mayor confianza y sentimiento que anteriormente comentábamos. El dato de ZEW en el mes de agosto, mejora tanto en expectativas como en situación actual respecto a lo esperado, y al último dato publicado. El dato de IFO, repunta por primera vez desde el mes de noviembre donde marcó su nivel máximo en 105,3 y desde el cual se había ido moderando progresivamente.

En materia política, *Italia* continúa siendo el centro de atención e incertidumbre, los acuerdos de gobierno sentaron las bases y redujeron los riesgos, pero no eliminaron la incertidumbre ya que la elevada deuda que mantiene el país, sus intenciones de aumentar el gasto público, la negociación de los presupuestos, etc estarían generando ruido en los mercados, lo que estaría suponiendo un lastre para Europa. Esta inseguridad podría verse mitigada a finales de septiembre, cuando presentaran su Plan de Estabilidad Presupuestaria, saliendo de dudas sobre sus propuestas de gasto público en exceso o no.

Durante el mes de agosto se publicaron las actas correspondientes a la reunión del BCE del pasado 25/26 de julio. En ellas se recordó que durante el mes de septiembre reduciría la recompra de activos de 30.000M€ al mes hasta 15.000M€, cantidad que a su vez mantendrá hasta finales de diciembre poniendo fin a su programa de recompra de activos. En cuanto a la evolución económica, el BCE confirma la moderación de la economía en la Eurozona, ya que veníamos de unos niveles de crecimiento muy elevado en los trimestres pasados. Se mantienen tranquilos en los niveles actuales de inflación, ya que no se aprecian presiones salariales, a pesar de tener el dato de IPC en niveles del 2% debido al repunte del precio de la energía. Destaca especialmente la preocupación por las reciente imposición de aranceles y los efectos que las tensiones comerciales y el proteccionismo podrían tener en el economía mundial. El Banco de Inglaterra subió 25 p.b. hasta el 0,75% y mantiene el programa de recompra de activos.

En Europa, la temporada de resultados para el Stoxx 600 podría darse casi por finalizada ya que habría publicado el 93% del índice. El nivel de sorpresas positivas estaría por debajo de las del mercado americano, ya que habrían sorprendido un 60% en ventas y un 52% en beneficios. Los crecimientos de ventas y de beneficios con respecto al segundo trimestre del año 2017 fueron del 5%, destacando sobre todo el buen comportamiento del sector consumo, financieras y energía.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, los indicadores de confianza se mantienen en niveles compatibles con un crecimiento robusto de la economía a pesar de su moderación. Iniciamos el mes de agosto con un dato que decepciona al mercado, el ISM Manufacturero afloja en el mes de julio hasta niveles de 58.1 desde el dato anterior que fue de 60.2. El indicador simplemente sufre una moderación tras venir de niveles muy elevados, quedando aún muy lejos de la zona de 50 puntos, zona que el mercado toma como referencia. El índice de Sorpresas Macroeconómicas de Citi en EE.UU. al contrario de lo que ha ocurrido en Europa, ha tendido a retroceder incluso llegando a terreno negativo, retrocedido hasta la zona de -20. El déficit comercial se incrementa en junio por primera vez en los últimos cuatro meses, aunque nada que ver con China que representa el 72% del déficit total, sino que el incremento se ha debido en su mayor parte a un incremento del comercio con Méjico y con los países de la OPEP. Sorprendente mejora en los Leading Indicators, que llevan al indicador adelantado a niveles próximos a los de inicio de año. En cuanto a la inflación, continúa por encima del objetivo, el deflactor del consumo repunta en julio hasta niveles de 2,3% una décima por encima del dato anterior y la tasa subyacente queda en el 2%, en línea con el objetivo de la Fed. La tasa de paro se redujo hasta el 3,9% frente al 4% del dato anterior.

Iniciamos el primero de agosto con reunión de la Reserva Federal, manteniendo los tipos en el rango del 1,75%-2%, por lo que por esa parte sin novedades con respecto a lo esperado por el mercado, aunque dejando abierta la posibilidad de llevar a cabo hasta dos subidas adicionales antes de final de año. La Fed mantiene una visión positiva sobre la evolución de la economía, e incluso llega a hablar de fuerte crecimiento de la economía. No parece mostrar preocupación por la inflación a pesar de mantenerse en su nivel objetivo del 2%. Por lo que podríamos decir, que la reunión pasó bastante desapercibida, ahora quedamos a la espera de la reunión que se llevará a cabo el 26 de septiembre donde el mercado da una alta probabilidad a una subida adicional del tipo de referencia.

Por el lado político, los comentarios de Trump sobre la guerra arancelaria siguen castigando a los diferentes países. A inicio de mes vimos como Trump amenazaba con la posibilidad de incrementar el tipo arancelario a china del 10% al 25% sobre 200.000

millones de dólares de importaciones, probablemente al ver la evolución a la baja de la divisa China. Se abre un conflicto entre EE.UU. y Turquía por el cual EE.UU. anuncia sanciones contra el gobierno turco, lo cual ayudó a acrecentar el movimiento de depreciación de la Lira Turca. A las sanciones de Turquía se sumaron amenazas contra Rusia e Irán. Mes con importantes avances en el NAFTA, después de varios meses sin llegar a ningún tipo de acuerdo, EE.UU. consigue avanzar con Méjico. Ahora quedaría conseguir avances con la parte canadiense con la que parece más complicado alcanzar un acuerdo de mínimos.

La temporada de resultados americana se inició a mediados del mes de julio. Actualmente ya casi finalizada para el S&P500, con más del 72% de las compañías sorprendiendo en ventas y más del 84% sorprendiendo en beneficios. El crecimiento en ventas alcanza cifras del 9,5% y en el caso de la mejora de beneficios logra crecer un 25,25% con respecto al segundo trimestre del 2017. Especialmente destacar el buen comportamiento de Energía, Materiales y Tecnología, que crecen bastante por encima del resto de sectores del índice.



Resumen de Mercados

Mercado Monetario

En EE.UU. se produce un ligero movimiento de subida de tipos en la parte corta de la curva, más destacada en los vencimientos de tres meses y seis meses. En Europa, se mantienen estables los plazos más cortos de la curva. En Italia permanece la incertidumbre política lo que ha generado ampliación de los spreads incluso en los plazos más cortos, llevando al bono a un año a cotizar cerca de niveles de 0,90% en TIR lo que supone una subida de 68p.b. desde el cierre del mes de julio.

Renta Fija

Se aplanan las curvas americana y europea. En el caso de la curva americana suben las TIR de los vencimientos menores a dos años y caen las TIR de los vencimientos superiores a dos años, especialmente destacados los vencimientos de cinco y siete años, dejando el diferencial entre el diez años y el dos años americano por debajo de los 30p.b. En Europa, los plazos más largos caen en TIR y los plazos cortos, sin embargo, se mantienen sin modificaciones con respecto a los niveles vistos en el mes de julio. Los bonos italianos amplían los spreads en todos los plazos de la curva principalmente por la incertidumbre que refleja Italia en torno a la negociación de los presupuestos, asunto que aún podría dar volatilidad a los mercados. El peor comportamiento se ha centrado en la renta fija emergente, con pérdidas del 2% en la referencia JPMorgan EMBI Global que acumula una caída del 5% en el año. Destacar el buen comportamiento del activo High Yield USA correspondiendo a la correlación que suele mantener este tipo de activo con los mercados de renta variable, y en este caso con el mercado de renta variable de pequeñas compañías americanas.

Renta Variable

Mucha disparidad entre las diferentes zonas geográficas. Subidas en la renta variable americana, con un inmejorable comportamiento relativo contra Europa. Las subidas del mercado americano han sido lideradas por la parte Growth como podemos ver en el Rusell 1000 Growth con subidas del 5,30% en el mes. Este buen comportamiento del mercado americano, ha llevado al S&P500 a romper los niveles máximos vistos a inicio del año. Debilidad en los mercados emergentes por el mal comportamiento de China, Brasil, Turquía y Argentina, como podríamos ver en la evolución del MSCI

Emerging Markets que cae un -2,9% aunque con alguna excepción como sería el caso de India que cierra en positivo el mes. A pesar de esto, Europa está entre los mercados que más ha sufrido en el mes, lastrado por Italia y su incertidumbre política, por la alta exposición a emergentes y por las dudas sobre los efectos que podrían causar las tasas arancelarias en su comercio.

Materias Primas

Muy buen comportamiento del Brent con subidas en el mes cercanas al 7%. La subida del petróleo podría estar justificada por una reducción en la oferta, producida por una caída de las exportaciones de petróleo de Irán, aunque los países de la OPEP estarían incrementando la producción para subsanar la disminución de oferta. La parte más negativa se concentra en la parte de metales, el oro mantiene niveles recuperando la caída producida a mediados de mes, y acumulando una caída en el año de aproximadamente el 8%, aunque más llamativas serían las caídas en el mes de la plata, zinc y cobre que suman caídas entre el 5-7%, que a su vez profundizan las importantes caídas que concentraban en el año. Tampoco pueden presumir de un buen comportamiento las materias primas de alimentación, que estarían sufriendo con las idas y venidas de comentarios sobre aranceles.

Divisas

Podríamos decir que han sido una de las principales protagonistas del mes de agosto. La amenaza de guerra comercial, con la imposición de los primeros aranceles ha llevado a fuertes depreciaciones contra dólar en algunas divisas emergentes. La debilidad de las divisas emergentes ha sido especialmente reseñable en la Lira Turca, el Real Brasileño, el Peso Argentino y el Rublo. Lo cual pone a estos países en una situación comercial más atractiva frente a la principal potencia, pero en una situación financiera un poco más complicada para aquellos que tengan un elevado porcentaje de su deuda en dólar. Por la contra, se mantienen fuertes las divisas de los países desarrollados.

Renta Variable			
RV Large		Agosto	2018
MSCI AC World Local	Mundial	0.93%	3.49%
MSCI ACWI USD	Mundial	0.59%	1.92%
S&P 500	EEUU	3.03%	8.52%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	1.21%	2.02%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	5.30%	15.42%
Eurostoxx 50	Eurozona	-3.76%	-3.17%
DJ STOXX 600	Europa	-2.39%	-1.78%
IBEX 35 INDEX	España	-4.78%	-6.42%
DAX INDEX	Alemania	-3.45%	-4.29%
CAC 40 INDEX	Francia	-1.90%	1.77%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	-4.08%	-3.32%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	-2.19%	-4.35%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	-1.02%	-4.52%
RV Emergentes		Agosto	2018
MSCI Emerging Markets	Emergentes	-2.90%	-8.85%
RV Small		Agosto	2018
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	4.19%	13.37%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	-0.38%	1.58%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	-1.57%	-4.13%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	-1.64%	-5.09%

Materias Primas			
		Agosto	2018
Goldman Sachs Commodity	Global	1.08%	7.61%
Petroleo [Contado,USD]	Global	5.58%	15.46%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	-1.85%	-7.80%

Renta Fija			
RF Gobierno		Agosto	2018
AFI Repo 1 Día	Repo	-0.04%	-0.28%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	-0.30%	-0.73%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	-0.25%	-0.20%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	0.64%	-0.96%
RF Corporativa Investment Grade		Agosto	2018
Corporate IG Euro	Euro	0.03%	-0.37%
Corporate IG USA	USA	0.31%	-2.84%
RF Emergentes		Agosto	2018
JPMorgan EMBI Global	Emerg	-1.92%	-5.14%
RF High Yield		Agosto	2018
High Yield Euro	Euro	-0.01%	-2.11%
High Yield USA	USA	0.74%	2.29%
Convertibles		Agosto	2018
Conv. Global	Global	0.00%	1.53%
Conv. Europa	Emerg	-0.04%	-1.96%

Gestión Alternativa			
		Agosto	2018
HFRX Global Hedge Fund	Global	0.54%	-0.46%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	0.39%	-0.89%

Divisas (vs EUR)			
		Agosto	2018
USD	EEUU	0.77%	3.46%
JPY	Japón	1.51%	4.97%
GBP	Reino Unido	-0.49%	-0.83%
CHF	Suiza	2.99%	4.06%



Recomendaciones

Clase de Activo	Outlook	Comentario
Liquidez		Mantenemos en netral la liquidez para aquellos perfiles más conservadores, ya que nos ayudará a reducir los niveles de volatilidad y en recortes del mercado nos puede dar alternativas de entrada a unas valoraciones más atractivas
RF Gobierno		Bajas rentabilidades en un entorno volátil, con movimientos importantes en todos los tramos de la curva, aunque especialmente en los plazos más cortos producidos por las expectativas de inflación, el miedo al endurecimiento en las políticas monetarias y la incertidumbre política de los periféricos
RF Corporativa IG		Las valoraciones relativas de la renta fija corporativa comienzan a ser exigentes lo que hace que las revalorizaciones de precios vistas en 2017 continúen. El estrechamiento de los spread contra gobiernos hace que pierdan atractivo. El crédito más atractivo seguiría siendo el sect. financiero
RF High Yield		Rendimientos muy por debajo de su media histórica de los últimos 20 años. La rentabilidad en el año fue muy atractiva, pero vino acompañada de una notable reducción de la volatilidad. Un incremento de las volatilidades y/o de las tasas de impago llevarán a mal comportamiento de los activos
RF Emergente		El elevado endeudamiento de los países emergentes y la importante exposición a deuda en USD de muchos de ellos incrementan el riesgo de correcciones en este tipo de activo, tanto por la elevada deuda, por el incremento de sus primas de riesgo como por la reciente apreciación del USD
Gestión Alternativa		En un entorno de agotamiento de rentabilidad de la Renta Fija, creemos que las estrategias de retorno absoluto proporcionan una fuente de rentabilidad adicional a las carteras, beneficiándose además de su potencial diversificador
Renta Variable		Recomendamos sobreponderar la renta variable global. Somos optimistas en esta clase de activo, pero debemos ser exigentes en los niveles de compra ya que conviviremos con un escenario de elevada volatilidad
RV Emergente		Alta correlación con el movimiento del USD, debido a que muchos países emergentes tienen un alto porcentaje de su deuda en USD. Habría que ser muy selectivo con el mercado a la hora de realizar inversiones debido también al efecto de los aranceles y a la depreciación de la divisa
Materias Primas		En el actual entorno inflacionista creemos que puede ser un activo atractivo, pero debemos gestionar la elevada volatilidad que actualmente se está generando por la guerra comercial, que afecta directamente a este tipo de activo

Las flechas indican si se espera que la clase de activo produzca un rendimiento superior/acorde/inferior a su nivel de riesgo



Evolución Fondos Welzia

Welzia Corto Plazo

Mantiene la cartera de bonos de corto plazo, con la duración cubierta en un porcentaje que va variando acorde a las circunstancias del mercado. Aunque el mes de agosto podríamos calificarlo de difícil para el fondo, ya que se ha visto ligeramente afectado por la incertidumbre italiana y por las convulsiones producidas por Turquía.

Welzia Ahorro 5

El Fondo Welzia Ahorro 5, sin cambios en la estrategia, ha tenido un mes positivo gracias a la exposición a compañías tecnológicas y Fintech. También ha tenido una contribución positiva la subcartera de acciones americanas construida a partir del método Trifactor. La parte de acciones europeas, aunque ha detruido rentabilidad del fondo, se ha comportado mejor el índice europeo STOXX 600.

Welzia Flexible 10

El Fondo Welzia Flexible 10 ha tenido varios factores que han hecho que tenga un comportamiento negativo en el mes. Entre ellos, la exposición al sector bancario fue de lo que más detruido al fondo, seguido por las pequeñas empresas europeas y la posición de Inditex, que cayó un 7% en el mes.

Welzia Crecimiento 15

Welzia Crecimiento 15, teniendo pocos cambios en su cartera, finalizaba el mes en línea con su índice de referencia, el MSCI World ACWI.

Welzia Global Opportunities

En la cartera del Welzia Global Opportunities, unido al mal comportamiento de la bolsa europea, su exposición a empresas mineras ha hecho que el valor liquidativo sufra más que su índice de referencia.

Welzia Banks

Se ha comportado mejor que el índice de referencia, generando una diferencia ligeramente positiva de 0,19% en el mes, debido principalmente a las recientes inversiones en el sector de Fintech y de servicios financieros, inversiones no presentes en el actual índice de referencia y que han llegado a tener revalorizaciones en el mes en algunos de sus componentes próximas al 20%.

Welzia Global Flexible

Continúa realizando inversiones de retorno absoluto, a la vista de la volatilidad existente a los mercados, intentando incurrir en niveles de riesgo controlados.

Fondo	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Año	2017	2016	2015	2014	
Fondo Tesorería								
Welzia Corto Plazo	11.05	-0.19%	-0.47%	0.26%	-0.82%	-0.20%	0.67%	0.80%
Fondos gestionados por Riesgo								
Welzia Ahorro 5	11.61	0.68%	-1.55%	5.02%	0.26%	-2.00%	3.25%	3.52%
Welzia Flexible 10	9.92	-0.46%	-1.85%	7.70%	-2.39%	-2.54%	3.09%	6.17%
Welzia Crecimiento 15	12.87	0.70%	0.93%	12.94%	1.15%	-0.16%	4.06%	8.78%
Fondos Temáticos								
Welzia Banks	7.05	-1.39%	-4.54%	11.29%	-4.21%	6.35%	6.13%	11.10%
Welzia Global Opportunities	12.24	-1.77%	-1.68%	7.45%	7.06%	-0.15%	10.47%	11.57%
Welzia Global Flexible	94.35	4.18%	-2.32%	3.21%	-	-	-	-

*Los datos sombreados se corresponden a la antigua estrategia denominada Welzia USA

Datos a 31 ago 2018



Evolución SICAVs Welzia

Sicav	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Año	2017	2016	2015	2014	
Sicav 1	13.07	-0.97%	-0.38%	11.62%	1.38%	9.28%	3.99%	11.10%
Sicav 2	12.38	-0.91%	-0.25%	11.82%	2.80%	5.22%	5.32%	11.74%
Sicav 3	4.86	-1.09%	-2.08%	7.24%	3.42%	3.83%	3.74%	7.67%
Sicav 4	6.57	-1.30%	-3.58%	11.61%	5.26%	4.16%	-	4.56%
Sicav 5	9.92	-0.11%	-1.40%	5.67%	-0.44%	0.93%	5.32%	4.33%
Sicav 6	21.39	2.36%	9.40%	10.11%	6.14%	-1.97%	9.19%	12.96%
Sicav 7	10.84	1.34%	1.51%	11.63%	-1.85%	-	-	7.22%
Sicav 8	4.76	-1.63%	-4.35%	-0.16%	-0.97%	-	-	-
Sicav 9	6.06	1.27%	3.32%	-1.75%	3.44%	5.84%	-	-

Datos a 31 ago 2018



Tema del Mes:

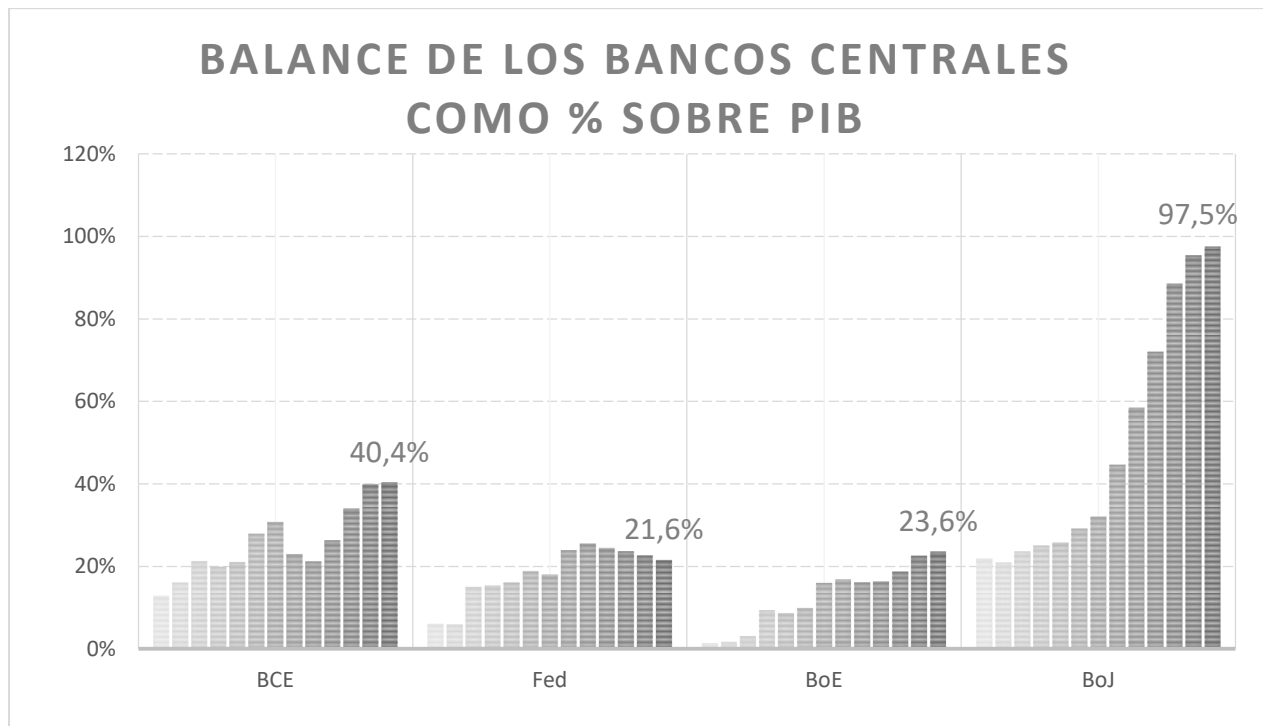
Bancos Centrales: “¿En qué punto nos encontramos?”

Pues como nuestro título bien indica, queremos hacer un repaso del punto en el que nos encontramos con las políticas monetarias de las diferentes zonas geográficas. ¿Por qué? Porque consideramos que podrían tener un papel relevante en esta última parte del año y en la cada vez más mencionada “fase de fin de ciclo”, y no sólo por las actuaciones que puedan llevar a cabo los bancos centrales de los países desarrollados, sino por la difícil situación que se puede dar en algunos países emergentes. Aunque no sabemos cuando se dará el fin de ciclo, ni si tan siquiera se dará, lo que está claro es que la gestión de los bancos centrales tendrá un papel muy relevante en los crecimientos económicos de sus respectivas zonas geográficas.

Debemos recordar el objetivo de los Bancos Centrales, aunque depende de cada zona geográfica, principalmente la política monetaria convencional suele ser el mantener la estabilidad de precios controlando los niveles de inflación, y algunos otros, más secundarios, como el control de la tasa de paro, la estabilidad en los tipos de cambio y conseguir un crecimiento económico sostenible. En la línea de este último objetivo y como hemos comentado en algún artículo anterior, a raíz de la gran crisis financiera del 2007 también se han llevado a cabo políticas monetarias no convencionales para estabilizar el crecimiento económico y solventar problemas de liquidez.

Bancos Centrales en los Países Desarrollados

Por una parte, tenemos las políticas monetarias más mediáticas, que son las de los países desarrollados, donde ya hace tiempo empezamos a ver una divergencia en cuanto a la gestión de sus balances, claramente influenciada por la fortaleza del crecimiento de cada una de ellas.



Si repasamos nuevamente el tamaño del balance de los bancos centrales actualizando los datos a junio de 2018, observamos como la Reserva Federal está reduciendo el tamaño de su balance a buen ritmo, mientras de el BCE, el BoE y el BoJ siguen incrementando el tamaño de sus balances.

Reserva Federal de Estados Unidos

En febrero de 2018, sufrió un cambio importante con la elección de un nuevo Gobernador, Jerome Powell, fue quien asumió el cargo que dejaba Janet Yellen. Cierto es, que en un primer momento se entiende que el mercado tiene que coger el pulso a los discursos el nuevo Gobernador, pero que a día de hoy parece haberse adaptado bastante bien al papel que desempeña Powell y a su vez este está gestionando de una forma correcta las intromisiones de Trump en su política.

En lo que llevamos de año, hemos visto dos subidas de tipos, dejando la referencia del corto plazo actualmente en el 1,75-2% algo que se está compaginando con la reducción del tamaño del balance. Una vez más la FED es la pionera en sus medidas, está gestionando la salida de éstas mucho antes que el resto de los bancos centrales. La situación económica en EE.UU. apoyada por la política fiscal, está siendo de gran ayuda para desempeñar el papel de retirada de las políticas monetarias, ya que estas están funcionando de soporte para la economía real.

Aunque también es cierto, que sin ir más lejos la FED ha tenido que soportar este verano las presiones de Trump para frenar las subidas de tipos de interés, interfiriendo indirectamente en la labor del banco central, y criticando la posible decisión de subir otras dos veces adicionales tipos de aquí a finales de año.

Los analistas están divididos entre una y dos subidas adicionales para este año, por el momento el consenso de Bloomberg estaría dando una probabilidad del 96,3% a una subida de 25p.b. en la reunión del próximo 26 de septiembre y una probabilidad de un 62.2% en la reunión del 19 de diciembre. Los datos de inflación serán los que nos irán marcando el ritmo de estas subidas, aunque por el momento Jerome Powell parece encontrarse cómodo con unos datos de inflación suyacente en el 2,4% que remarca que aún estarían dentro del objetivo.

Banco Central Europeo

Inmerso en un programa de recompra de activos desde el año 2015, a día de hoy sigue incrementando el tamaño del balance, y con una política de tipos en cero y con el tipo de depósito en -0,40%. El mes de septiembre es otra de las fechas clave, ya que se irán reduciendo el tamaño de las compras, que actualmente serían de 30.000 millones de euros al mes a 15.000 millones de euros al mes hasta el mes de diciembre, fecha en la cual “terminarían” las compras.

Pero ¿realmente terminarán las compras? Se sobreentiende que a pesar de que acaben las nuevas compras, se mantendrá durante un tiempo la reinversión de cupones y los vencimientos, realizando una salida suave del programa de quantitative easing europeo.

¿Qué cabe esperar de las subidas de tipos? El Banco Central Europeo parece no tener ninguna prisa en iniciar las subidas de tipos, aunque todo apunta que se iniciará en el próximo año, lo que está claro es que no se debe presionar al crecimiento con subidas de tipos en un momento en el que los datos macroeconómicos parecen estar moderándose, y además así lo ha comentado Draghi en sus últimos mensajes.

A pesar de no ver cerca en el tiempo las subidas de tipos, no debemos olvidar que el último dato de inflación fue del 2,10% cerca de los niveles objetivo (es cierto que gran parte de esta subida se justifica por la presión del petróleo ya que la inflación subyacente está en el 1,10%), y tampoco que el mandato de Draghi finalizará el año que viene.

Hay una conclusión clara, y es que el papel del BCE no es fácil en el momento actual, ya que por un lado, una mala salida del programa de estímulos podría acelerar la moderación económica, y por el otro lado, en caso de darse un fin de ciclo si no se eliminan las medidas de estímulo y se suben tipos ¿le habrá dado tiempo a normalizar la política? ¿le quedarán armas pendientes para aplicar en caso de entrar en una nueva recesión?

Banco de Japón

A raíz de la implantación del Abenomics en Japón, el BoJ se comprometió a comprar 6 billones de dólares en ETFs de renta variable japonesa cada año, lo cual en su balance podría estar pesando un 4-5% de la capitalización del Topix. Pero no solo son compradores de renta variable sino también tienen un programa de recompra de bonos estatales de unos 80 billones de yenes al año cuyo objetivo se centraba en mantener el tipo del bono a 10 años en el 0%.

El pasado mes de julio se anunciaron una serie de cambios en las medidas implantadas por Kuroda, entre las cuales se encuentra el control de la curva de rendimientos de los bonos gestionando dicha curva para conseguir unos tipos de interés en cero, tener mayor flexibilidad a la hora de comprar bonos, teniendo en cuenta las condiciones de mercado en cada momento, y por otro lado reducir la inversión en el Nikkei 225 y enfocarla más hacia el Topix, ya que este último contendría más diversidad de empresas y no sólo las mayores.

¿Cuál es el objetivo de todas estas medidas? La historia reciente de Japón lleva a relacionar el país con un entorno de falta de inflación, todas y cada una de estas medidas están dirigidas a generar inflación, hasta alcanzar unos niveles del 2%. Una meta difícil de alcanzar ya que además de hacer política monetaria se necesita incentivar el gasto de los consumidores. A pesar de todo la inflación subyacente en Japón estaría en el 0,60% y la inflación en el 1,20% y se prevee que en el año 2019 la inflación alcance el objetivo del 2%. Por lo que en este entorno es difícil que el BoJ cambie su política de tipos de referencia en el -0,10% o que retire la recompra de activos, lo que justifica el tamaño del balance contra el PIB.

Banco de Inglaterra

El caso del Banco de Inglaterra es un caso mixto entre la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, ya que estaría combinando un entorno de subidas de tipos de interés con un programa de recompra de activos.

¿Cuáles son exactamente las políticas actuales? El BoE tiene un objetivo de compra de bonos soberanos por valor de 435.000 millones de libras y 10.000 millones de libras en activos de deuda de empresas. Este es el motivo por el que el balance sigue incrementándose, con ello estaría dando estímulo económico en forma de liquidez y podría alargarse en el tiempo, ya que los datos de PIB no han sido muy atractivos. La otra parte de las políticas serían las que llamamos convencionales, el pasado 2 de agosto el Banco de Inglaterra subió tipos al nivel más alto visto desde 2009, subiendo 0.25% hasta alcanzar el nivel de 0.75%. Aunque las subidas están siendo muy progresivas y espaciadas, esta es la segunda subida de tipos que realiza desde la crisis financiera.

¿A qué se debe este tipo de actuación? La situación en Reino Unido es un tanto diferente a la que hemos visto en otros países, ya que han llegado a tener inflación por encima del 3% con crecimientos moderados. De esta forma, el Banco de Inglaterra sube tipos para moderar la inflación y conseguir llevarla al objetivo del 2%, pero al mismo tiempo tiene que inyectar liquidez al sistema comprando activos.

Bancos Centrales en los Países Emergentes

Pero como ya comentábamos esto serían las políticas más conocidas, las de los bancos centrales de los países desarrollados. Este verano hemos oído hablar mucho de los países emergentes y en especial de algunas situaciones un poco más complejas.

Banco Central de la República de Turquía

La situación en Turquía es “un tanto delicada” debido a una inflación subyacente disparatada en niveles de 17.22% y la una divisa que sufre una importante depreciación. Ante esta situación el Banco Central de Turquía subió los tipos en el mes de mayo un 3% y el pasado mes de junio 1.25% hasta el 17.75% con el objetivo de frenar la depreciación de su moneda y para controlar la inflación.

Llevando un poco más allá el asunto para ver las consecuencias de la depreciación de la divisa y el porqué de la importancia que le da el Banco Central de Turquía, las empresas turcas tienen una alta exposición de su deuda en divisas extranjeras, ante lo cual, la debilidad de la lira turca estaría “asfixiando” poco a poco estas empresas debido a que se encarece su deuda al importante ritmo que está marcando la depreciación de su divisa.

El pasado mes de julio el Banco de Turquía decidió mantener los tipos de interés y la decisión resultó ser un detonante para el tipo de cambio. Esta decisión influenciada por Erdogan, ya que no es partidario de subir los tipos de interés, debido a que cree que lo que necesita el país es mayor laxitud crediticia obviando el problema que les produce la apreciación de la deuda en otras divisas. Por el momento, la política de Erdogan de mantener unos bajos tipos de interés reales no está dando buen resultado, ya que se ha acelerado la fuga de capitales, la inflación hasta el 17.9% y la depreciación de la divisa hasta niveles no vistos.

Banco Central de la República de Argentina

No es sencilla la situación vivida en la actualidad en Argentina, ya que acumula una importante cantidad de deuda en dólares, por lo que la primera imagen que se nos viene a la cabeza es la fuerte depreciación de su divisa contra el dólar, lo que encarece enormemente dicha deuda.

El 30 de agosto el Banco Central Argentina subió los tipos de referencia al 60% y se comprometieron a no bajar tipos al menos hasta la reunión de diciembre, con el objetivo de control de la inflación cercana actualmente en niveles de 30% e incluso la inflación subyacente en niveles de 28.7%, compromiso que adquirieron con el FMI al recibir el rescate de 50.000 millones de dólares.

Argentina tuvo que negociar ayudas con el FMI debido a que las medidas tomadas por el Banco Central parecían no ser suficientes para contener la inflación. El objetivo del rescate del FMI era frenar la desaceleración económica, reducir la inflación y los desequilibrios fiscales. Desde el anuncio del rescate el peso se ha devaluado cerca de un 30% lo cual parece mostrar una especie de espiral, el préstamo del FMI muestra los problemas del país y la debilidad lo que ha ayudado a devaluar más la divisa y posiblemente esto no ayude a contener la inflación.

Datos de interés, algunas referencias macroeconómicas

Simplemente, a modo de repaso nos gustaría recopilar algunos datos por países a los cuales hacemos referencia, tales como la inflación (CPI YoY), la inflación subyacente o sin energía y alimentos (CPI Core YoY), el tipo de referencia actual de cada uno de los bancos centrales y la fecha de referencia de la próxima reunión de cada banco central, a modo de resumen.

Países Desarrollados	CPI YoY	CPI Core YoY	Tipo Referencia	Próxima Reunión de Tipos
Australia	2.10%	2.00%	1.50%	2 de octubre
Canadá	3.00%	1.90%	1.50%	24 de octubre
EuroZona	2.10%	1.10%	0%	13 de septiembre
EEUU	2.90%	2.40%	1.75%	26 de septiembre
Japón	1.20%	0.60%	-0.10%	19 de septiembre
Reino Unido	2.50%	1.90%	0.75%	13 de septiembre

Países Emergentes	CPI YoY	CPI Core YoY	Tipo Referencia	Próxima Reunión
Argentina	29.50%	28.72%	60%	12 de septiembre
Brasil	4.48%	0.33%	6.50%	19 de septiembre
China	2.10%	1.90%	2.55%	-
India	4.17%	-	6.50%	5 de octubre
Méjico	4.81%	3.63%	7.75%	4 de octubre
Rusia	3.10%	2.60%	7.25%	14 de septiembre
Turquía	17.90%	17.22%	17.75%	13 de septiembre



Indicadores MACRO

		PIB (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último* ₂	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (E)
	Agregado Global	1.72	2.19	2.08	2.44	2.80	2.90	3.60	3.70
	Estados Unidos	2.20	2.20	1.90	2.40	2.40	1.60	2.30	2.90
	Union Europea	2.10	-0.50	-0.40	0.90	1.50	1.70	2.50	2.10
	Japón	1.30	2.00	1.70	0.20	0.60	1.00	1.60	1.00
	Reino Unido	1.30	0.00	1.80	2.60	2.20	2.00	1.70	1.30
	Suiza	3.20	0.90	1.90	1.90	0.80	1.40	1.00	2.20
	Alemania	1.90	0.90	0.50	1.60	1.50	1.85	2.50	2.00
	Francia	1.70	0.00	0.30	0.40	1.10	1.10	1.90	1.80
	Italia	1.20	-2.20	-1.90	-0.40	0.70	0.90	1.50	1.20
	España	2.70	-1.40	-1.25	1.30	3.20	3.20	3.10	2.70

		EMERGENTES							
		Último* ₂	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (E)
	Agregado Emerg.	5.52	5.40	5.10	4.70	3.99	3.74	4.57	4.76
	Brasil	1.03	1.00	2.20	0.05	-3.70	-3.50	1.00	1.65
	Rusia	1.80	3.40	1.30	0.50	-3.70	-0.50	1.50	1.80
	India	5.30	5.30	5.10	4.70	7.35	7.50	6.30	6.60
	China	6.70	7.80	7.70	7.40	6.90	6.70	6.90	6.60

		IPC (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (E)
	Estados Unidos	2.90	2.10	1.50	1.60	0.10	1.30	2.10	2.50
	Union Europea	1.87	2.50	1.40	0.40	0.00	0.20	1.50	1.70
	Japón	0.90	0.00	0.40	2.70	0.80	-0.10	0.50	1.00
	Reino Unido	2.50	2.80	2.60	1.50	0.00	0.70	2.70	2.41
	Suiza	1.20	-0.60	-0.20	0.00	-1.10	-0.40	0.50	0.90
	Alemania	1.90	2.10	1.60	0.80	0.10	0.45	1.70	1.80
	Francia	2.30	2.20	1.00	0.60	0.10	0.25	1.20	1.90
	Italia	1.50	3.30	1.30	0.20	0.10	-0.10	1.30	1.30
	España	2.20	2.50	1.50	-0.10	-0.60	-0.40	2.00	1.70

		EMERGENTES							
		Último	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (E)
	Brasil	4.19	5.40	6.20	6.30	9.00	8.75	3.40	3.71
	Rusia	3.10	5.10	6.80	7.80	15.60	7.10	3.70	2.90
	India	5.61	7.50	6.10	7.20	6.15	4.90	4.50	3.70
	China	2.30	2.60	2.60	2.00	1.40	2.00	1.60	2.10

		Deuda % PIB					Déficit Público (% PIB)	
		DESARROLLADOS						
		2012	2013	2014	2015	2016	2016	2017 (E)
	Estados Unidos	70.00	71.80	74.40	73.60	73.80	-3.2	-3.4
	Union Europea	89.50	91.30	92.00	90.40		-1.9	-1.7
	Japón	219.10	226.10	231.90	230.00	234.70	-5.4	-5.5
	Reino Unido	88.70	91.10	88.10	89.00	92.20	-3.6	-3.3
	Suiza	52.40	33.80	34.70	34.40	34.10	-0.3	0.0
	Alemania	81.00	79.90	74.30	71.20	69.00	0.5	0.3
	Francia	90.30	93.40	95.50	96.20	96.50	-3.3	-3.1
	Italia	126.90	133.00	132.00	132.80	132.50	-2.6	-2.4
	España	84.10	93.70	97.70	99.20	99.60	-4.6	-3.6

		EMERGENTES						
		2012	2013	2014	2015	2016		
	Brasil	58.80	59.20	58.90	66.50	75.40	-9.2	-8.8
	Rusia	7.70	7.90	13.40	9.40	13.70	-3.7	-3.0
	India	51.70	51.80	51.70	52.40	52.30	-4.6	-3.5
	China	31.70	22.40	14.90	15.30	20.10	-3.0	-3.5

*Tasa media anual

*₂QoQ anualizado



Indicadores MERCADO

		BOLSAS EUROPA							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
	Euro Stoxx 50	3314.98	-2.63%	-0.62%	4.59%	6.76%	15.44%	3.87	3,209,112
	FTSE 100	7300.99	-1.90%	2.99%	10.15%	6.05%	16.21%	4.51	2,601,599
	SWISS MKT	8930.48	-1.63%	3.66%	4.04%	5.49%	23.69%	3.56	1,100,002
	DAX	12009.83	-7.03%	-2.39%	5.55%	7.29%	13.85%	3.33	1,272,683
	CAC 40	5278.35	1.97%	6.41%	8.18%	8.52%	16.72%	3.38	1,772,061
	FTSE MIB	20916.34	-1.93%	-1.06%	1.76%	7.08%	12.13%	4.23	560,198
	IBEX 35	9278.40	-5.00%	-4.81%	1.98%	5.30%	13.61%	4.38	662,655

	Value	112.43	-4.22%	0.37%	3.65%	5.58%	14.04%	5.11	5,781,538
	Growth	134.53	1.34%	4.88%	5.69%	8.25%	20.05%	2.55	6,565,018

	Large	3314.98	-2.63%	-0.62%	4.59%	6.76%	15.44%	3.87	3,209,112
	Small	470.09	0.74%	6.87%	10.96%	11.90%	19.38%	2.73	2,003,880

		BOLSAS ESTADOS UNIDOS							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
	S&P 500	2871.68	8.86%	18.93%	16.07%	13.57%	20.79%	1.88	25,188,166
	DOW JONES	25916.54	6.58%	21.60%	19.54%	14.01%	18.40%	2.20	7,216,346
	NASDAQ	7430.26	17.03%	26.97%	21.42%	19.88%	25.93%	1.03	8,703,253

	Value	1138.97	2.88%	13.53%	13.37%	10.58%	17.34%	2.57	15,693,649
	Growth	1739.48	14.53%	24.02%	18.23%	16.13%	24.94%	1.31	17,568,780

	Large	2871.68	8.86%	18.93%	16.07%	13.57%	20.79%	1.88	25,188,166
	Small	1713.18	12.47%	23.96%	15.67%	11.65%	37.98%	1.16	2,637,496

		JAPÓN Y BOLSAS EMERGENTES							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
	Nikkei 225	22373.09	-0.67%	18.31%	8.97%	11.15%	16.14%	1.98	3,387,943
	IBOVESPA	76416.01	0.02%	4.57%	17.99%	7.20%	17.84%	3.98	579,122
	MOEX	2326.22	14.94%	20.84%	16.44%	15.41%	6.31%	6.60	487,133
	NIFTY	11438.10	9.95%	16.73%	15.20%	15.78%	23.85%	1.50	1,164,629
	CSI 300	3230.07	-18.14%	-13.71%	0.87%	7.75%	11.98%	2.86	3,776,764
	HANG SENG	26613.42	-8.27%	-0.41%	11.38%	6.83%	10.06%	3.84	2,221,621
	MSCI Emerging M.	1022.98	-9.83%	-3.75%	11.32%	3.41%	12.39%	2.91	13,014,773

		DIVISAS				
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
	EURUSD	1.16	-3.62%	1.38%	-1.81%	-6.19%
	EURGBP	0.90	-0.84%	-0.18%	-1.62%	-0.92%
	USDJPY	111.11	1.42%	-0.26%	-0.96%	-4.22%
	USDCNY	6.86	-5.18%	-0.22%	-6.84%	-7.76%

		BONOS				
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
	Euro - Bund, 10YR	159.72	2.08%	-0.68%	1.17%	3.46%
	Euro - Buxl, 30 YR	174.62	4.63%	-1.90%	1.52%	5.74%
	US Treasury, 5YR	113.23	-2.04%	-0.41%	-0.11%	-0.41%
	US Treasury, 10YR	119.81	-2.70%	-0.47%	0.16%	0.05%
	US Treasury, 30YR	143.31	-5.19%	-0.93%	0.09%	0.70%

		TIPOS				
		Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M
	Euro Govt 10YR Yield	0.40	0.40	0.45	0.63	0.31
	US Govt 10YR Yield	2.94	2.96	2.95	2.86	2.05
	UK Govt 10YR Yield	1.46	1.31	1.39	1.47	0.99
	Japan Govt 10YR Yield	0.12	0.11	0.05	0.05	0.00

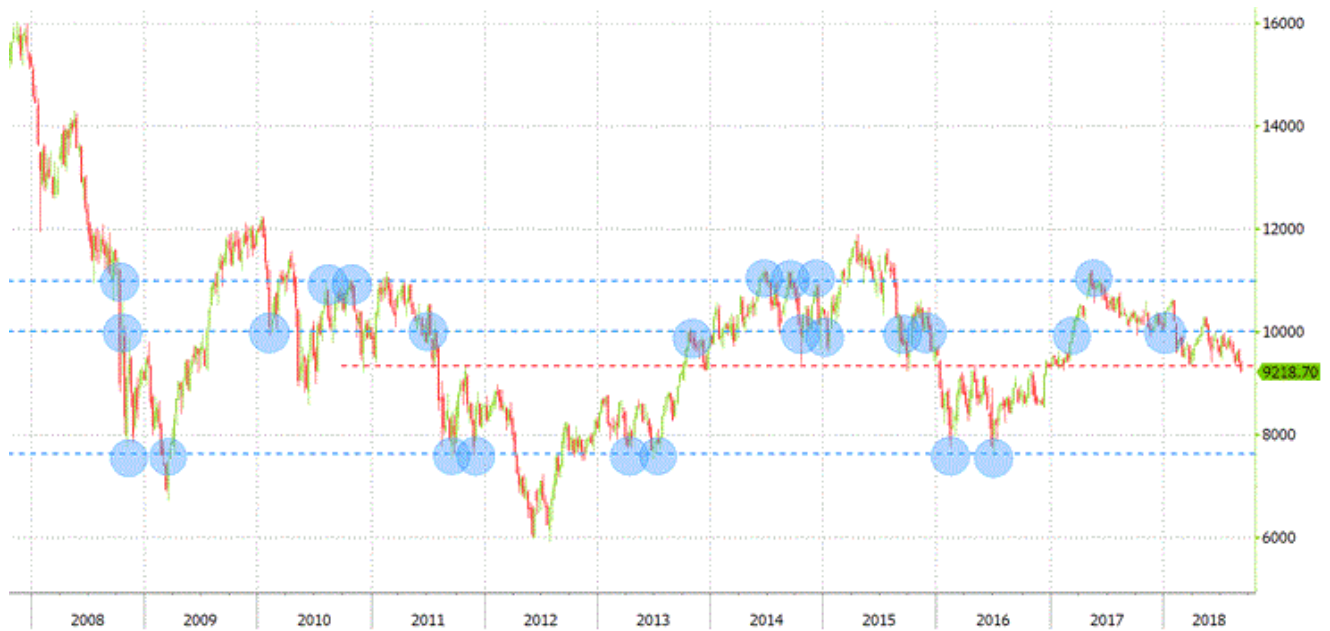
EuroStoxx 50 - Escala semanal

La directriz bajista presentada durante los últimos informes mensuales se ha comportado como resistencia durante el mes de agosto para el EuroStoxx 50. El intento fallido de superar este nivel ha llevado a la bolsa europea a situarse de nuevo en los mínimos del año (zona de 3300 puntos). Vemos como, mediante el soporte de 3300 y la directriz bajista. Se está formando una formación triangular bajista. Durante las próximas semanas debemos observar cómo rompe este triángulo para así saber si se trata, en efecto, de un triángulo bajista, o nos encontramos ante una formación *penant* de continuación.



Ibex 35 - Escala semanal

El índice español de referencia se encuentra en la zona destacada como soporte en nuestros últimos informes (línea roja discontinua). Aparentemente por debajo de este nivel. En las próximas semanas podríamos encontrarnos ante un escenario claramente bajista que continúa la tendencia iniciada en el mes de diciembre del pasado año.



S&P 500 - Escala semanal

Como hemos comentado desde el primer análisis técnico del índice de referencia estadounidense, la tendencia alcista es fuerte y hasta ahora no hemos encontrado ningún motivo que nos haga pensar lo contrario. Esta tendencia ha llevado al S&P 500 a marcar nuevos máximos históricos. En el medio plazo debemos vigilar la directriz acelerada y seguir confiando en la fortaleza del movimiento originado en marzo de 2009.



EUR/USD - Escala semanal

Motivado por la crisis turca, a mediados del mes de agosto hemos visto como el par euro/dólar rompía la zona destacada como muy relevante en nuestros anteriores informes (1.1525). La vuelta al rectángulo formado por este soporte y la zona de 1.20, nos sitúa de nuevo en una situación similar a la presentada el mes pasado: de manera que, hasta que no veamos perforado con claridad uno de los dos niveles, la cotización no tomará una dirección clara.



Disclaimer / Limitación de Responsabilidad

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas o supervisadas por Welzia Management SGIC S.A. y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Welzia Management SGIC S.A., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Welzia Management SGIC S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

Welzia Management SGIC S.A., así como sus accionistas, directores o empleados, y las carteras gestionadas, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Los empleados de Welzia Management SGIC S.A. pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Welzia Management SGIC S.A. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.