

Informe Mensual

Mayo 2018

Entorno Macroeconómico

El inicio de la temporada de resultados correspondiente al primer trimestre de 2018, era una de las características más relevantes de este mes de Abril. Se esperaba que resultara un bálsamo tranquilizador de los mercados, el incentivo para recuperar la confianza en la renta variable, e incluso el catalizador que impulsara a las cotizaciones cerca de la zona de máximos. Sin embargo, el resultado ha sido unas publicaciones de beneficios empresariales que han pasado prácticamente desapercibidos para los mercados de renta variable, a pesar de unas cifras record. ¿Cuál ha sido el centro de atención entonces? La sensibilidad a los riesgos sigue presente en los mercados, por lo que han vuelto a pesar factores como: el incremento del precio del petróleo y la inflación, la rentabilidad del bono americano, las tensiones comerciales entre China y EE.UU., los riesgos geopolíticos en Oriente Medio y la posibilidad de normalización de la política monetaria.

EUROPA

Continúa la moderación de los datos económicos en el mes de Abril, hemos podido ver como indicadores relevantes en la economía como los PMIs y el IFO de confianza empresarial, continuaban goteando a la baja, aunque no debemos olvidar que son datos que recientemente han tocado zonas de máximos. Algo distinto ha sido el dato de ZEW, que mide la confianza de los inversores y analistas alemanes, que aunque al igual que los anteriores ha seguido moderándose, en esta ocasión ha mostrado un deterioro mayor a lo esperado, marcando la lectura más baja de los últimos cinco años. A diferencia del dato de IFO y de los PMIs, el ZEW se situaba aún en una zona bastante lejana de la zona de máximos. La moderación de los datos macroeconómicos ha llevado al Indicador de Sorpresas Macroeconómicas de Citi en Europa a niveles próximos a -100, niveles no vistos desde el año 2011. La moderación de los datos macroeconómicos podría ser la principal justificación de la reciente debilidad del euro. A pesar de esta moderación, debemos tener en cuenta que los niveles de PMI actuales aún son coherentes con el mantenimiento de tasas de crecimiento similares a las del 4T17.

El entorno político, y concretamente las negociaciones para formar gobierno en Italia, en el mes de Abril, no han sido muy diferentes a las vistas en el mes anterior. El panorama es complicado y las negociaciones para formar gobierno serán largas y complejas. Los intentos del MSE para alcanzar un acuerdo con La Liga continúan fracasando. La posibilidad de nuevas elecciones sigue sin descartarse, e incluso la formación de un gobierno tecnócrata. Mientras tanto en Reino Unido, las negociaciones del Brexit sobre la Unión Aduanera no descartan aún la posibilidad de que Reino Unido continúe dentro, aunque si existe cierta oposición del Gobierno.

El BCE en su reunión del mes de abril, destacó la debilidad de los datos económicos publicados en los últimos meses, aunque señalando que los datos venían de niveles de crecimiento elevados. Esta preocupación por una desaceleración de los datos ha ayudado a acelerar el movimiento de apreciación del dólar. A esto añadió que analizaría la situación, dejando ver que podría ser condicionante a la hora de seguir con la estrategia de normalización de la economía monetaria, lo cual ha enfriado las expectativas de subidas de tipos.

La temporada de resultados en Europa se ha caracterizado principalmente por el impacto negativo de la divisa, donde la fortaleza del euro ha perjudicado el crecimiento de los beneficios. La buena noticia vendría por el lado del sentimiento del inversor, que ha reaccionado bien a estas publicaciones ya que achaca esta debilidad a la divisa y no tanto al deterioro de las cuentas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, en el mes de marzo los datos macroeconómicos permanecen fuertes. La primera estimación del PIB del 1T18 ha sorprendido al alza con un crecimiento del 2,3% vs. el 2% esperado, además hay que tener en cuenta la estacionalidad del primer trimestre del año, que históricamente vuelca malas cifras de crecimiento. ISM Manufacturero publicado se modera más de lo esperado, pero sigue en niveles históricamente muy elevados. Las ventas minoristas, la producción industrial y la encuesta de la Fed de Filadelfia se mantienen en niveles coherentes con ritmos elevados de actividad. El Indicador de Sorpresas Macroeconómicas de Citi en EE.UU. se mantiene en niveles elevados, a diferencia de lo ocurrido con este indicador en Europa. En cuanto a la inflación, el dato del Deflactor del Consumo Personal publicado a finales de abril, uno de los datos más seguidos por la Fed, parece haberse estabilizado, aunque no debemos olvidar como podría afectar a próximos datos el precio del petróleo.

Las Actas de la Fed de la reunión de marzo, mantienen una visión positiva de la economía y de las perspectivas de crecimiento, lo que justifica la continuación de los planes de subidas de tipos. Sobre la inflación, hay un repunte en la inflación subyacente de marzo hasta el 2,1%, pero el mensaje es confianza en que se mantendrá en los niveles actuales en el medio plazo. Hablan de una desaceleración en el consumo de los hogares y en la inversión empresarial, justificado por un cuarto trimestre de 2017 muy fuerte, y siguen viendo unos fundamentales fuertes.

Por el lado político, Trump concreta amenazas contra China, ante lo cual China responde. Inicialmente se publicaron por parte de EE.UU. 1.300 productos chinos que afectaban a un montante de importaciones de unos 50.000 M USD, y posteriormente incrementa las medidas arancelarias hasta los 100.000 M USD. A lo que China respondió con medidas a productos estadounidenses por el mismo importe, lo que supondría algo cercano al 1% del PIB. Las negociaciones podrían extenderse hasta finales del mes de mayo. Además Trump arremete contra el sector tecnológico nuevamente vía Twitter, concretamente con mensajes dirigidos a Amazon, criticando su agresividad y el daño que puede estar produciendo la compañía al sector retail y también haciendo referencia a su baja participación en los impuestos estatales y locales. Lo cual, sumado al accidente del coche de Tesla y al escándalo de Facebook, generó volatilidad en el sector tecnológico.

En la campaña de resultados americana destaca el alto porcentaje de sorpresas positivas en las publicaciones, a pesar de partir de unas altas expectativas de crecimiento.

Resumen de Mercados

Mercado Monetario

En EE.UU. se produce un ligero movimiento de subida de tipos en la parte corta de la curva, aunque especialmente marcado en el tramo del 2 años. En los tramos inferiores al año, las subidas de TIR no alcanzan ni los 10p.b. Sin embargo, en el caso de Europa los movimientos más significativos se producen en los tramos más cortos de la curva, especialmente en el tramo del 3 meses.

Renta Fija

Nuevamente aparece tensión en el bono americano a 10 años, volviendo a ser el centro de atención durante algunos días. En esta ocasión con un fuerte repunte hacia la zona del 3%, logrando la rotura de la zona del 3% buscando los máximos del 2013, en niveles de 3,02%. ¿Qué ha producido esta situación? El bono a 10 años se mueve por expectativas, por lo que el reciente incremento del precio del petróleo ha generado unas mayores expectativas de inflación, lo cual ha impulsado la TIR del bono hasta los máximos de los últimos 4 años. El bono Alemán también se habría visto afectado por las expectativas de inflación, pero en una escala más moderada, ya que no consiguió llegar ni a los máximos vistos en febrero, debido principalmente a una inflación más moderada en la Eurozona.

Renta Variable

La característica más destacable en este mes de Abril, ha sido el buen comportamiento del mercado Europeo frente al mercado Americano, entre otros. Donde el principal catalizador de este relativo podría haber sido el fortalecimiento del USD, que daría un respiro a la importante revalorización del EUR producida desde el inicio de 2017. Muy diferente ha sido el mes para el S&P 500, donde la dinámica ha sido los dientes de sierra, e incluso un inicio de mes con varias falsas roturas de su media de 200 sesiones que han terminado en una ligera recuperación del indicador hasta finalizar el mes en niveles de 2.650.

Materias Primas

Lo más destacable en el mes ha sido la importante subida del petróleo, en zona de máximos desde 2017, rompiendo niveles de 70 USD. Los acuerdos de producción entre Rusia y Arabia Saudí, las tensiones geopolíticas de Oriente Medio, las señales de una reducción de oferta en el mercado, la salida a Bolsa de Aramco, las estimaciones de la OPEP de un reequilibrio de oferta/demanda antes de lo esperado y las expectativas de sanciones a Irán, han ayudado a esta impresionante subida del petróleo.

Divisas

Lo más destacable del mes es el inicio de un movimiento correctivo en el EURUSD, que ha llevado al dólar a apreciarse un 2% contra el euro, movimiento que aún continúa en el mes de Mayo. Esta reacción podría estar fundamentada principalmente por la moderación de los datos macroeconómicos en Europa.

Renta Variable				Renta Fija			
		Marzo	2018			Marzo	2018
RV Large				RF Gobierno			
MSCI AC World Local	Mundial	1.66%	-0.68%	AFI Repo 1 Día	Repo	-0.04%	-0.14%
MSCI ACWI USD	Mundial	0.77%	-0.65%	Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	-0.07%	-0.03%
S&P 500	EEUU	0.27%	-0.96%	Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	-0.26%	0.47%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	0.18%	-3.24%	Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	-0.74%	-2.19%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	0.28%	1.37%	RF Corporativa Investment Grade		Marzo	2018
Eurostoxx 50	Eurozona	5.21%	0.93%	Corporate IG Euro	Euro	0.04%	-0.37%
DJ STOXX 600	Europa	3.90%	-0.99%	Corporate IG USA	USA	-1.22%	-4.10%
IBEX 35 INDEX	España	3.96%	-0.63%	RF Emergentes		Marzo	2018
DAX INDEX	Alemania	4.26%	-2.37%	JPMorgan EMBI Global	Emerg	-1.46%	-3.22%
CAC 40 INDEX	Francia	6.84%	3.91%	RF High Yield		Marzo	2018
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	6.42%	-2.32%	High Yield Euro	Euro	0.56%	-1.91%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	1.66%	-5.28%	High Yield USA	USA	0.77%	-0.27%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	3.55%	-2.22%	Convertibles		Marzo	2018
RV Emergentes		Marzo	2018	Conv. Global	Global	0.33%	0.73%
MSCI Emerging Markets	Emergentes	-0.55%	0.52%	Conv. Europa	Emerg	1.12%	-1.55%
RV Small		Marzo	2018	Gestión Alternativa		Marzo	2018
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	0.81%	0.42%	HFRX Global Hedge Fund	Global	0.09%	-0.93%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	3.99%	0.93%	HFRX Equal Weighted Strategies	Global	0.05%	-1.22%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	3.03%	-0.69%	Divisas (vs EUR)		Marzo	2018
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	0.49%	-1.33%	USD	EEUU	2.05%	-0.60%
Materias Primas		Marzo	2018	JPY	Japón	-0.84%	2.42%
Goldman Sachs Commodity	Global	5.04%	7.33%	GBP	Reino Unido	0.22%	1.17%
Petroleo [Contado,USD]	Global	8.30%	12.05%	CHF	Suiza	-1.94%	-2.24%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	-0.73%	0.94%				

Recomendaciones

Clase de Activo	Outlook	Comentario
Liquidez		Pasamos a neutral la liquidez, ya que consideramos que mantener cash nos puede dar oportunidades buenas de compra. Los activos monetarios en USD se verían perjudicados por el coste de la cobertura
RF Gobierno		Bajas rentabilidades en un entorno volatil, con movimientos importantes en todos los tramos de la curva, aunque especialmente en los largos producidos por las expectativas de inflación y el miedo al endurecimiento en las políticas monetarias
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 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. Apreciamos una sincronización del ciclo económico, lo que debería seguir dando soporte a las bolsas. 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
Materias Primas		En el actual entorno inflacionista creemos que las materias primas serán una buena cobertura ante las posibles subidas de precios

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

Fondo	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Año	2017	2016	2015	2014	
Fondo Tesorería		Mes	Año	2017	2016	2015	2014	12 Meses
Welzia Corto Plazo		0.11%	0.08%	0.26%	-0.82%	-0.20%	0.67%	0.80%
Fondos gestionados por Riesgo		Mes	Año	2017	2016	2015	2014	12 Meses
Welzia Ahorro 5		-0.14%	-1.03%	5.02%	0.26%	-2.00%	3.25%	3.33%
Welzia Flexible 10		-0.11%	-2.73%	7.70%	-2.39%	-2.54%	3.09%	6.20%
Welzia Crecimiento 15		1.17%	-1.98%	12.94%	1.15%	-0.16%	4.06%	8.64%
Fondos Temáticos		Mes	Año	2017	2016	2015	2014	12 Meses
Welzia Banks		1.27%	-0.99%	11.29%	-4.21%	6.35%	6.13%	11.43%
Welzia Global Opportunities		1.31%	-3.76%	7.45%	7.06%	-0.15%	10.47%	11.44%
Welzia Global Flexible		-1.31%	-2.13%	3.21%	-	-	-	-

Datos a 30 de Abril 2018

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.

Welzia Ahorro 5 se mantuvo prácticamente plano a lo largo de todo el mes, tal y como le sucedió a la renta variable americana (uno de los principales drivers del fondo) durante el periodo. Continúa la volatilidad tanto en los mercados de renta fija como en los de renta variable, lo que se ha visto reflejado en el comportamiento del fondo a lo largo de los 30 días.

Welzia Flexible 10 se ha movido en paralelo al **Ahorro 5**, aunque con una volatilidad un poco mayor derivada de su nivel de riesgo más alto. Su cartera de renta variable está repartida al 50% entre EE.UU. y Europa.

Welzia Crecimiento 15, se ha revalorizado un 1.17%, por debajo de lo realizado por su índice de referencia, el MSCI AC World Divisa Local (cubierto en Euros). La razón principal es el peor comportamiento de algunos de los fondos de la cartera, compuestos por compañías de calidad, que se han comportado peor que el mercado durante este mes. No obstante, en la parte final del mismo ya mostraban señales de recuperación, gracias a la fortaleza de su balance.

Welzia Global Opportunities, con su enfoque TriFactor (combinación de value, quality y momentum), se ha comportado de manera parecida a los índices globales de renta variable. La cartera ha mostrado una volatilidad parecida a la del mercado, destacando el comportamiento de las carteras europeas, tanto small como large.

Welzia Banks, por su parte, se ha comportado bastante en línea con su benchmark, con una menor volatilidad. La cartera de valores de calidad ha sufrido en la última parte del mes, causando la diferencia entre ambos.

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.

Evolución SICAVS Welzia

Sicav	Valor	Rentabilidades								
		Mes	Acumulado 2018	12 Meses	2 Años	2017	2016	2015	2014	Volatilidad 12 Meses
Sicav 1	13.04	2.27%	-0.63%	5.31%	21.60%	11.62%	1.38%	9.28%	3.99%	9.73%
Sicav 2	12.30	2.22%	-0.90%	5.47%	23.14%	11.82%	2.80%	5.22%	5.32%	10.57%
Sicav 3	4.95	1.59%	-0.42%	3.57%	15.89%	7.24%	3.42%	3.83%	3.74%	7.23%
Sicav 4	6.80	0.28%	-0.21%	4.46%	21.54%	11.61%	5.26%	4.16%	-	2.91%
Sicav 5	9.88	0.33%	-1.89%	1.66%	3.98%	5.67%	-0.44%	0.93%	5.32%	3.28%
Sicav 6	19.71	2.32%	0.82%	3.55%	32.11%	10.11%	6.14%	-1.97%	9.19%	12.48%
Sicav 7	10.70	0.69%	0.21%	5.23%	19.48%	11.63%	-1.85%	-	-	5.89%
Sicav 8	4.93	2.79%	-0.92%	-5.74%	2.67%	-0.16%	-0.97%	-	-	-
Sicav 9	5.66	1.69%	-3.53%	-6.62%	-1.49%	-1.75%	3.44%	5.84%	-	-

Datos a 30 de Abril 2018

Tema del Mes:

Temporada de resultados: una de cal y otra de arena

Primer Trimestre de 2018 en EE.UU.

Con más del 90% de las compañías del S&P 500 con sus cifras publicadas para el primer trimestre del año 2018, ya podríamos hacer un balance bastante aproximado de lo ocurrido.

A pesar de ser un trimestre con las expectativas de crecimiento bastante altas, debido en parte a la buena marcha de la economía, a la debilidad del dólar y al impacto de la reforma fiscal, las compañías han conseguido sorprender al alza en un porcentaje elevado de los casos.

El 77% de las compañías del S&P 500 han conseguido sorprender positivamente en ventas y el 78% de las compañías del S&P 500 han conseguido sorprender positivamente en beneficios.

Estas cifras, así sin más, escritas en un papel no nos dan mucha información, pero si las ponemos en el contexto de la historia, conseguimos obtener algo más de información. En *términos de ingresos* el 77% de las compañías ha sorprendido positivamente, esta cifra se encontraría por encima de la media del último año, que estaría en el 70% y muy por encima de la media de los últimos 5 años, que estaría en niveles de 57%. En *términos de beneficios* por acción el 78% de las compañías ha sorprendido positivamente, esta cifra se encontraría por encima de la media del último año, que estaría en el 74% y muy por encima de la media de los últimos 5 años, que estaría en niveles de 70%.

Si la temporada de resultados del 1T2018 cerrara hoy, los crecimientos intertrimestrales de los beneficios serían del 24,9% lo que marcaría el mayor crecimiento de beneficios desde el 3T2010 donde los beneficios crecieron un 34% y los crecimientos intertrimestrales de las ventas serían del 7,9%.

Si damos un vistazo a las sorpresas positivas en beneficios en términos de sectores, las mayores sorpresas se habrían dado en el sector de Tecnología, en el sector Salud y en Consumo Básico, con sorpresas positivas en beneficios del 92%, del 88% y del 83% respectivamente.

En crecimiento de beneficios trimestre contra trimestre prácticamente todos los sectores del S&P 500 crecerían a doble dígito, excepto Consumo Básico con crecimiento del +9,1% e Inmobiliario con crecimiento del 5,5%. Los sectores más destacables por su amplio crecimiento han sido principalmente el sector de Energía con crecimiento del 93%, el sector de Materiales con crecimiento del 44,3% y Tecnología con crecimiento del 32,9%.

Llaman especialmente la atención los crecimientos y las sorpresas positivas del sector Tecnología, que a pesar de venir de unos crecimientos y de unas expectativas elevadas, sigue sorprendiendo y creciendo, lo cual muestra que aunque cotice a unos elevados ratios, está fundamentando el nivel de cotización de muchas de estas compañías.

Otro análisis a tener en cuenta serían las empresas que generan más del 50% de sus ingresos dentro o fuera de EE.UU. Para las compañías que generan más del 50% de sus ingresos en EE.UU. la tasa de crecimiento de beneficios ha sido del 22,7%, mientras que la tasa de crecimiento de beneficios para las empresas que generan menos del 50% de sus ingresos en EE.UU. ha sido del 29,6%. Lo cual nos da una ligera idea de la ayuda que ha supuesto la debilidad del dólar en los resultados del trimestre.

¿Por qué el mercado parece haber ignorado estos buenos resultados?

En lugar de recuperarse con los resultados empresariales, el mercado de renta variable parece haberse enfriado aún más.

Aunque no resulta sencillo determinar por qué los inversores no confían en los resultados de las compañías, si que podemos intuir algunas de las causas:

- La debilidad del dólar del trimestre anterior, justificaría parte de los beneficios obtenidos en el trimestre. El último movimiento de la divisa hacia un dólar más fuerte no sustentaría estos beneficios para trimestres futuros, ya que podría verse un deterioro de las ganancias.
- Las preocupaciones sobre las tensiones comerciales entre EE.UU. que aún no se conoce como podrían afectar a los beneficios de las compañías.
- Temor a haber alcanzado un pico en los crecimientos. Dudas de la sostenibilidad de crecimientos en estos niveles e incluso las dudas de que parte de estos crecimientos se deben a la reforma fiscal o que parte se deben a la mejora económica.
- Preocupación por un mayor entorno de tipos.

No sólo el mercado no ha reaccionado al alza con unos buenos resultados empresariales, sino que de media hemos visto caídas del 0,3% para acciones que publicaban buenas perspectivas de crecimiento y caídas promedio de un 3,2% en acciones que decepcionaban en sus publicaciones de resultados.

Esta característica no suele ser la habitual ya que comprando las publicaciones de los últimos 5 años en promedio las acciones que publican buenos resultados suelen reaccionar con subidas del 1,1% y las que publican malos resultados suelen reaccionar con caídas del 2,4%.

Por lo que podemos considerar que las reacciones a las publicaciones de resultados han sido poco habituales en este trimestre.

Pero la reacción del mercado ¿tiene que ver con lo que se espera para próximos trimestres?

A pesar de la extraña reacción del mercado de renta variable, que ha ignorado prácticamente, al menos para bien, las cifras de crecimiento. No ha tenido el mismo efecto ante los analistas, ya que las cifras si que habrían producido una revisión de las cifras de crecimiento del 2T2018.

Históricamente durante el primer mes de cada trimestre las revisiones de beneficios suelen ser a la baja. En el mes de abril, primer mes correspondiente al segundo trimestre los analistas estiman unos beneficios de 38,96\$ para el S&P 500 (supone un crecimiento de beneficios del 18,8%), lo que implica que se han mantenido estables las cifras de crecimiento esperadas. Como comentábamos algo poco habitual, ya que normalmente las revisiones en el primer mes suelen ser a la baja. Durante los últimos 5 años la estimación de beneficios registró una caída del 1,8% durante el primer mes del trimestre.

¿Qué podemos decir de los resultados en Europa?

Aunque la temporada de resultados va ligeramente menos avanzada que en EE.UU. creemos que se pueden sacar conclusiones relevantes sobre la evolución de los números para el 1T2018.

En este caso el índice de sorpresas positivas es bajo en relación a los datos históricos, ya que hasta el momento las sorpresas positivas en beneficios por acción es del 44,4% frente a la media de los últimos 10 años que sería del 51,9%. Las sorpresas positivas en ventas sería del 36% frente a la media que sería de 45,5%. Por lo que podemos ver, bastante por debajo de los datos del mercado americano.

En este trimestre, vemos como los resultados han sido claramente afectados por la fortaleza del euro frente a otras divisas relevantes como el caso del dólar. Por lo que si la debilidad del euro continúa en la dinámica del último mes deberíamos ver una mejora sustancial de los beneficios para próximos trimestres.

¿Toda la mejora de beneficios se justifica por la reforma fiscal?

La respuesta es no, uno de los problemas es que los cambios fiscales han enturbiado la contabilidad de las compañías, por lo cual ahora es difícil diferenciar que parte se debe a los beneficios fiscales, que parte se debe a la mejora de la economía y que parte podría estar justificada por la debilidad de la divisa.

Los ingresos crecen a un ritmo aproximado al 8% y se estima que el EBITDA estaría creciendo a niveles del 12%, ambas cifras no serían tan intensas como los beneficios por no contar con el impacto fiscal.

Aunque aún es pronto para saberlo, parece ser que tal y como se había previsto las inversiones en capital habrían aumentado un 39%, las recompras de acciones un 16% y los dividendos un 11% (datos a 26 de abril de 2018 con las publicaciones realizadas hasta el momento).

Por lo que por ahora, podríamos decir que se cumplen las expectativas de la reforma fiscal, ya que el incremento del CAPEX podría dar sustento a crecimientos futuros.

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	3.80
	Estados Unidos	2.30	2.20	1.90	2.40	2.40	1.60	2.30	2.80
	Union Europea	2.50	-0.50	-0.40	0.90	1.50	1.70	2.50	2.30
	Japón	2.00	2.00	1.70	0.20	0.60	1.00	1.60	1.30
	Reino Unido	1.20	0.00	1.80	2.60	2.20	2.00	1.70	1.50
	Suiza	1.90	0.90	1.90	1.90	0.80	1.40	1.00	2.00
	Alemania	2.90	0.90	0.50	1.60	1.50	1.85	2.50	2.30
	Francia	2.10	0.00	0.30	0.40	1.10	1.10	1.90	2.00
	Italia	1.60	-2.20	-1.90	-0.40	0.70	0.90	1.50	1.40
	España	2.90	-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.	5.71	5.40	5.10	4.70	3.99	3.74	4.57	5.00
	Brasil	2.12	1.00	2.20	0.05	-3.70	-3.50	1.00	2.50
	Rusia	0.90	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	6.80	7.80	7.70	7.40	6.90	6.70	6.90	6.50

		IPC (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (E)
	Estados Unidos	2.50	2.10	1.50	1.60	0.10	1.30	2.10	2.50
	Union Europea	1.55	2.50	1.40	0.40	0.00	0.20	1.50	1.50
	Japón	1.10	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	2.50
	Suiza	0.80	-0.60	-0.20	0.00	-1.10	-0.40	0.50	0.80
	Alemania	1.40	2.10	1.60	0.80	0.10	0.45	1.70	1.60
	Francia	1.60	2.20	1.00	0.60	0.10	0.25	1.20	1.60
	Italia	0.70	3.30	1.30	0.20	0.10	-0.10	1.30	1.15
	España	1.10	2.50	1.50	-0.10	-0.60	-0.40	2.00	1.50

		EMERGENTES							
		Último	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (E)
	Brasil	2.76	5.40	6.20	6.30	9.00	8.75	3.40	3.32
	Rusia	2.40	5.10	6.80	7.80	15.60	7.10	3.70	3.00
	India	4.36	7.50	6.10	7.20	6.15	4.90	4.50	3.70
	China	2.10	2.60	2.60	2.00	1.40	2.00	1.60	2.30

		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	
	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
	Rusia	7.70	7.90	13.40	9.40	13.70	-3.7
	India	51.70	51.80	51.70	52.40	52.30	-4.6
	China	31.70	22.40	14.90	15.30	20.10	-3.0

*Tasa media anual

*₂QoQ anualizado

Indicadores MERCADOS

		BOLSAS EUROPA							
		Valor	YTD	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
	Euro Stoxx 50	3557.49	3.37%	4.42%	7.23%	1.98%	1.15%	3.16%	8.70%
	FTSE 100	7705.28	2.04%	6.63%	8.67%	6.23%	7.97%	7.53%	6.86%
	SWISS MKT	9009.40	-0.78%	4.01%	4.60%	1.95%	2.16%	3.30%	5.30%
	DAX	12952.00	0.27%	4.10%	4.97%	-0.63%	1.42%	3.86%	9.20%
	CAC 40	5526.67	5.42%	5.14%	8.38%	5.61%	5.76%	6.55%	10.29%
	FTSE MIB	24003.28	10.54%	3.25%	7.39%	8.59%	14.38%	4.08%	10.19%
	IBEX 35	10242.80	3.37%	5.44%	6.73%	4.44%	-2.59%	0.21%	8.22%

	Value	123.18	3.43%	4.49%	6.60%	5.01%	3.50%	2.08%	8.01%
	Growth	136.02	1.84%	4.43%	6.75%	3.40%	1.47%	3.14%	8.39%

	Large	3557.49	3.37%	4.42%	7.23%	1.98%	1.15%	3.16%	8.70%
	Small	490.02	4.23%	4.82%	7.09%	8.25%	11.45%	11.02%	14.50%

		BOLSAS ESTADOS UNIDOS							
		Valor	YTD	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
	S&P 500	2727.72	2.72%	2.83%	1.55%	6.78%	16.33%	11.01%	12.87%
	DOW JONES	24831.17	1.26%	2.15%	0.30%	7.27%	21.59%	13.58%	13.00%
	NASDAQ	6952.56	9.11%	4.99%	4.38%	11.06%	23.59%	17.01%	19.78%

	Value	1099.98	-1.50%	1.38%	-0.54%	3.92%	10.48%	8.12%	10.26%
	Growth	1629.00	6.74%	4.13%	3.44%	9.57%	21.69%	13.36%	15.09%

	Large	2727.72	2.72%	2.83%	1.55%	6.78%	16.33%	11.01%	12.87%
	Small	1606.79	5.08%	3.77%	5.89%	9.91%	17.70%	10.38%	11.76%

		JAPÓN Y BOLSAS EMERGENTES							
		Valor	YTD	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
	Nikkei 225	22865.86	1.31%	4.99%	9.02%	3.21%	17.21%	7.31%	11.11%
	IBOVESPA	85220.23	11.54%	1.05%	2.01%	20.32%	24.92%	14.56%	9.28%
	MOEX	2336.96	11.02%	7.61%	3.68%	8.86%	23.88%	17.39%	15.60%
	NIFTY	10806.60	3.03%	3.12%	3.19%	6.51%	16.53%	11.05%	14.16%
	CSI 300	3909.29	-2.89%	1.10%	-1.34%	-4.51%	17.76%	-4.12%	11.86%
	HANG SENG	31541.08	5.98%	2.47%	3.88%	8.84%	30.22%	8.84%	10.59%
	MSCI Emerging M.	1164.49	1.06%	-0.35%	-1.27%	5.06%	19.15%	6.85%	4.96%

		DIVISAS							
		Valor	YTD	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
	EURUSD	1.20	-0.17%	-3.18%	-3.74%	1.59%	9.20%	5.04%	-7.24%
	EURGBP	0.88	0.68%	-2.07%	0.86%	1.63%	-3.48%	-17.97%	-3.66%
	USDJPY	109.48	2.93%	-2.16%	-2.26%	3.64%	3.95%	8.86%	-6.45%
	USDCNY	6.34	2.65%	-0.69%	0.16%	4.62%	8.57%	-2.17%	-3.09%

		BONOS							
		Valor	YTD	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
	Euro - Bund, 10YR	158.39	-0.42%	-0.60%	1.95%	-0.70%	0.74%	11.36%	25.98%
	Euro - Buxl, 30 YR	162.82	0.30%	-1.25%	3.52%	1.00%	1.65%	9.01%	34.01%
	US Treasury, 5YR	113.24	-2.28%	-0.63%	-0.60%	-2.73%	-3.10%	-1.96%	0.50%
	US Treasury, 10YR	119.31	-3.34%	-0.97%	-0.34%	-3.71%	-3.91%	-1.64%	0.95%
	US Treasury, 30YR	142.81	-6.04%	-1.78%	0.31%	-5.28%	-2.75%	4.27%	6.53%

		TIPOS				
		Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M
	Euro Govt 10YR Yield	0.59	0.52	0.76	0.41	0.39
	US Govt 10YR Yield	2.98	2.84	2.86	2.40	2.33
	UK Govt 10YR Yield	1.48	1.46	1.60	1.34	1.09
	Japan Govt 10YR Yield	0.05	0.04	0.07	0.04	0.05

Análisis Técnico

 **EuroStoxx 50. Escala semanal**



El índice europeo ha alcanzado el objetivo alcista comentado en nuestro anterior informe. Objetivo activado por la ruptura de la formación rectangular creada en la zona de soporte de 3000 puntos. La tendencia desde este punto de referencia se ha mostrado fuerte y en las próximas semanas podríamos esperar niveles en torno a 3600 puntos. En caso de un debilitamiento de la tendencia, el 3500 debería comportarse como soporte, tal y como ha hecho en varias ocasiones durante la última década.

 **Ibex 35. Escala semanal**



En el informe de abril, destacábamos la importancia del soporte presentado en el gráfico mediante la línea roja. Nivel que durante el pasado mes ha vuelto a respetar y que ha funcionado como base para una importante revalorización en el selectivo español. Resulta relevante la facilidad con la que ha superado los 10.000 puntos, hecho que nos hace observar la fortaleza de la tendencia de corto plazo. En las próximas semanas podríamos observar nuevos tests de este nivel que, en caso de respetarlo, se trataría de oportunidades de compra.

 **S&P 500. Escala semanal**



En el medio plazo, continuamos viendo una importante tendencia alcista en el índice norteamericano, que no ha variado con los últimos movimientos. Seguimos considerando la directriz alcista acelerada, señalada en el gráfico en color azul, como nivel de referencia en el corto plazo. Por lo tanto, mientras la cotización continúe sobre ella, nuestra visión técnica sigue siendo positiva en el S&P 500.

 **EUR/USD. Escala semanal**



Durante las últimas semanas se ha producido el movimiento del que llevamos meses hablando en el par Euro-Dólar. La situación respecto al canal bajista con orígenes en 2008, próxima a su banda superior, nos hacía pensar en la posibilidad de un movimiento importante en favor de la divisa norteamericana. Marcábamos como primer objetivo la zona de 1.20, en torno a la cual nos encontramos actualmente, tras superarla con relativa facilidad. En las próximas semanas resultará relevante qué ocurre con este nivel, una vuelta a él sin superarlo (pull back), ofrecería oportunidades de compra de dólar para el medio plazo.



Índice Emergentes. Escala diaria



Como oportunidad en el corto plazo, resulta interesante el movimiento que se ha producido en el índice de emergentes. Tal y como se observa en el gráfico, la reacción desde el soporte le ha servido al índice para romper el triángulo con directriz bajista de origen en los máximos del año. Parece interesante apostar por una revalorización de los países emergente, controlando el riesgo mediante el soporte presentado en el gráfico (1140).

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 SGIIC 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 SGIIC S.A., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Welzia Management SGIIC 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 SGIIC 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 SGIIC 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 SGIIC S.A. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.