

## PENINSULA CAPITAL, FIL

Nº Registro CNMV: 46

Informe Semestral del Segundo Semestre 2017

**Gestora:** 1) RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.  
SL

**Depositario:** RENTA 4 BANCO, S.A.

**Auditor:** Ernst&Young,

**Grupo Gestora:**      **Grupo Depositario:** RENTA 4 BANCO      **Rating Depositario:** NA

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.renta4.es](http://www.renta4.es).

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

### Dirección

Ps de la Habana 74

### Correo Electrónico

[gestora@renta4.es](mailto:gestora@renta4.es)

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: [inversores@cnmv.es](mailto:inversores@cnmv.es)).

## INFORMACIÓN FONDO

Fecha de registro: 08/11/2012

### 1. Política de inversión y divisa de denominación

#### Categoría

Tipo de fondo: Fondo de Inversión Libre      Vocación inversora: Retorno Absoluto      Perfil de Riesgo: Alto

#### Descripción general

Política de inversión: El objetivo de rentabilidad media anual NO GARANTIZADA del FIL es del 7-11%, con una volatilidad máxima anual del 25%. Para lograr

dicho objetivo se utilizarán estrategias de gestión alternativa, principalmente Long-short y global macro, sin predeterminación de

porcentajes en cada estrategia. Para controlar el riesgo se fija un VaR diario (95% de confianza) del 7%.

Asimismo, el FIL podrá implementar estrategias de gestión tradicional, lo que implica el FIL pueda estar correlacionado en momentos

puntuales con los mercados a los que el FIL tenga exposición. El FIL podrá invertir entre el 0-100% de la exposición total en activos de Renta Fija (incluyendo depósitos e instrumentos del mercado

monetario cotizados o no, siempre que sean líquidos) y/o en Renta Variable. La exposición a riesgo divisa oscilará entre el 0-100% de la

exposición total.

#### Operativa en instrumentos derivados

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método del compromiso

Una información más detallada sobre la política de inversión del Fondo se puede encontrar en su folleto informativo.

**Divisa de denominación**      **EUR**

## 2. Datos económicos

### 2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Período actual
Nº de participaciones	84,59
Nº de partícipes	29
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	
Inversión mínima (EUR)	50000 euros

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo definitivo
Periodo del informe	3.799	44.913,2744
Diciembre 2016	3.684	45.871,7925
Diciembre 2015	3.007	48.161,1964
Diciembre 2014	2.815	

Notas: En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, los datos se refieren al último disponible.

Valor liquidativo (EUR)	Fecha	Importe	Estimación que se realizó
Último estimado			
Último definitivo	2017-12-31	44913.2744	

Notas: En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, los datos se refieren al último disponible.

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
Comisión de gestión	0,96	0,00	0,96	1,90	0,00	1,90	mixta	al fondo
Comisión de depositario			0,05			0,10	patrimonio	

## 2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### A) Individual. Divisa EUR

#### Rentabilidad (% sin anualizar)

Acumulado 2017		Anual			
Con último VL estimado	Con último VL definitivo	2016	2015	2014	Año t-5
	44.913,27	-4,75	6,39	-8,23	

El último VL definitivo es de fecha: 31-12-2017

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es diaria

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el período.

Medidas de riesgo (%)	Acumulado 2017	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2016	2015	2014	2012
<b>Volatilidad(i) de:</b>									
<b>Valor liquidativo</b>	0,08	0,00	0,13	0,09	0,00	12,28	14,50	14,84	
<b>VaR histórico del valor liquidativo(ii)</b>			0,02	0,00	0,71	0,00	0,00	2,94	0,52
<b>VaR condicional del valor liquidativo(iii)</b>			0,02	0,00	0,71	0,00	0,00	2,97	0,59

(i) Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de la Letra del Tesoro a 1 año o (del índice de referencia si existe en folleto). Sólo se informa de la volatilidad para los períodos con política de inversión homogénea.

(ii) VaR histórico del valor liquidativo: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

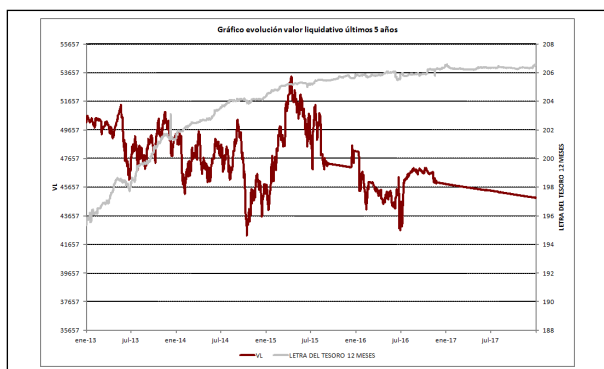
(iii) VaR condicional del valor liquidativo: Indica la pérdida media esperada en el resto de los casos.

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2017	Anual			
		2016	2015	2014	2012
<b>Ratio total de gastos (iv)</b>	2,12	2,16	2,16	2,19	0,58

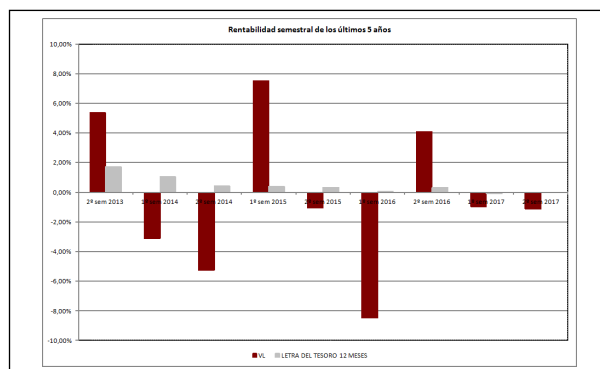
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC se incluyen también los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y de reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

### Evolución del valor liquidativo últimos 5 años



### Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



### 2.3 Distribución del patrimonio al cierre del período (Importes en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin periodo actual		Fin periodo anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	0	0,00	3.145	81,86
* Cartera interior	0	0,00	3.145	81,86
* Cartera exterior	0	0,00	0	0,00
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	3.810	100,29	699	18,19
(+/-) RESTO	-11	-0,29	-2	-0,05
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3.799</b>	<b>100,00 %</b>	<b>3.842</b>	<b>100,00 %</b>

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

### 2.4 Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin periodo anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	3.842	3.684	3.684	
± Suscripciones/ reembolsos (neto)	0,00	5,10	5,12	
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	
± Rendimientos netos	-1,12	-0,99	-2,11	
(+) Rendimientos de gestión	-0,05	0,06	0,01	
(-) Gastos repercutidos	-1,07	-1,05	-2,12	
- Comisión de gestión	-0,96	-0,94	-1,90	
- Gastos de financiación	0,00	0,00	0,00	
- Otros gastos repercutidos	0,00	0,00	0,00	
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)</b>	<b>3.799</b>	<b>3.842</b>	<b>3.799</b>	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

### 3. Inversiones financieras

Península Capital FIL a cierre del segundo semestre de 2017 tiene todo su patrimonio en tesorería.

### 4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de suscripciones/reembolsos		X
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		X
c. Reembolso de patrimonio significativo		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Sustitución de la sociedad gestora		X
f. Sustitución de la entidad depositaria		X
g. Cambio de control de la sociedad gestora		X
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
i. Autorización del proceso de fusión		X
j. Otros hechos relevantes		X

### 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No ha habido.

### 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en el Reglamento		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)	X	
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado de colocador, asegurador, director o asesor o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido una entidad del grupo de la gestora o depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo.		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.	X	
h. Diferencias superiores al 10% entre valor liquidativo estimado y el definitivo a la misma fecha		X
i. Se ha ejercido el derecho de disposición sobre garantías otorgadas (sólo aplicable a FIL)		X
j. Otras informaciones u operaciones vinculadas	X	

	Al final del periodo
k. % endeudamiento medio del periodo	0,00
l. % patrimonio afectado por operaciones estructuradas de terceros en las que la IIC actúe como subyacente.	0,00
m. % patrimonio vinculado a posiciones propias del personal de la sociedad gestora o de los promotores	0,00

### 7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

Dos partícipes poseen participaciones significativas directas de un 71,05% y un 25,91% del patrimonio del fondo respectivamente. Gestora y depositario pertenecen al mismo grupo económico. Pueden existir operaciones vinculadas repetitivas y sometidas a un procedimiento de autorización simplificado, relativas a compraventa de Divisas y/o Repos de Deuda Pública, que realiza la Gestora con el Depositario. Durante el periodo, la entidad ha realizado operaciones vinculadas de intermediación en la compra/venta de valores con el grupo Renta 4 por importe de 60,45 millones de euros,

de los cuales el 93,71% corresponde a las operaciones de repo día. Las comisiones de liquidación e intermediación en derivados percibidas por el grupo de la gestora han sido de 0,00 miles de euros, que representa el 0,0000% sobre el patrimonio medio. Las comisiones de liquidación e intermediación por ventas de valores percibidas por el grupo de la gestora han sido de 0,00 miles de euros, que representa el 0,0000% sobre el patrimonio medio. Las comisiones de liquidación e intermediación por compras de valores percibidas por el grupo de la gestora han sido de 0,10 miles de euros, que representa el 0,0026% sobre el patrimonio medio.

## 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias.

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

### VISION DE LA GESTORA Y ESCENARIO BURSÁTIL

El 2017 ha sido un año positivo para la renta variable. El MSCI mundial se ha revalorizado un 21,6% en dólares en el año, destacando Estados Unidos (S&P +20% en divisa local, +5% en euros, Nasdaq +30%). Mientras tanto, el Eurostoxx 50 se ha conformado con un avance del 6,5% (si bien en su mejor momento llegó a acumular ganancias de más del 15%), y el Ibex 35 un 7,4%, con un peor comportamiento relativo en la última parte del año con motivo de la mayor incertidumbre política en nuestro país. A destacar el gran comportamiento de las bolsas emergentes (MSCI de emergentes +34,3%).

Son varios los apoyos que han propiciado la positiva evolución de las bolsas en 2017: Entre ellos, la positiva evolución del ciclo económico, los resultados empresariales y movimientos corporativos, el mantenimiento de políticas monetarias expansivas ante la inflación contenida (políticas monetarias que presionan la rentabilidad en otras alternativas de inversión) y la neutralización de riesgos políticos en Europa (Holanda, Francia, Alemania). Por sectores, en Europa, el mejor comportamiento se ha observado en tecnología, industriales y servicios financieros. El peor, en telecomunicaciones, media y retail. En el caso de Estados Unidos, con un dólar débil apoyando su economía, expectativas crecientes de reforma fiscal y una FED bastante "dovish", el S&P500 ha tenido un año muy positivo, con rentabilidad elevada sin apenas volatilidad (la mayor caída del año en el S&P500 ha sido del -3%, la menor caída desde 1995). La elevada liquidez suministrada por los bancos centrales ha mantenido la volatilidad en mínimos históricos, y ni siquiera los riesgos geopolíticos (Corea del Norte, Oriente Medio) han sido capaces de incrementarla.

El FMI estima que los países desarrollados crecerán en 2017 un 2,1%, frente al 1,6% de 2016. Esta fortaleza responde a algunos patrones bastante generalizados, como el buen comportamiento de la demanda interna, ayudada por el ritmo elevado de creación de empleo. Asimismo, a medida que la recuperación global se ha ido extendiendo a un número más elevado de países, la demanda externa ha contribuido de manera positiva. En este contexto, el gran ausente de la recuperación ha seguido siendo la inflación. La lentitud con la que se está observando la aceleración de los salarios, así como unas tasas de crecimiento relativamente bajas cuando se comparan con otros periodos de recuperación económica explicaría la ausencia de repunte de la inflación. 2017 también ha sido un año positivo en términos macroeconómicos para las regiones emergentes. La recuperación económica se ha confirmado y ninguno de los BRICS se encuentra en recesión. Además, algunas de las debilidades estructurales que presentaban algunos países, como la elevada inflación, han empezado a reducirse de forma generalizada.

Respecto a la renta fija, durante el año hemos asistido a una elevada volatilidad, tanto en renta fija pública como privada. En el área euro, el bono a 10 años de Alemania marcaba mínimos anuales en abril en 0,15% desde donde repuntaba hasta máximos en 0,60% tras la reunión del BCE en Sintra. En esta reunión el optimismo mostrado por Draghi, que mencionaba que el área euro avanzaba hacia un escenario reflacionista, provocaba un intenso repunte de las curvas de deuda y el adelantamiento de las expectativas de subida para el tipo. Los diferenciales de España e Italia, ceden en torno a 10pb en el 2017 y se sitúan, actualmente, en los 103 y 150pb, a pesar de que se han visto levemente perjudicados por la

incertidumbre política registrada en la última parte del año. Ha destacado el comportamiento de Portugal, donde el diferencial frente a Alemania se reduce más de 200pb hasta los 140 pb como consecuencia de la mejora de las perspectivas económicas y corrección de desequilibrios, que han llevado a que dos de las tres principales agencias de calificación hayan revisado el rating al alza hasta situarlo en grado de inversión.

En EEUU, la victoria de Trump en noviembre de 2016 daba paso al denominado "Trump Trade" y el tipo a 10a en EEUU repuntaba hasta cotizar en el 2,60% en marzo de 2017 (máximos desde 2014). Tras un año de dudas sobre la capacidad de Trump para implementar su programa electoral, la firma en diciembre de la reforma fiscal y el entorno de coyuntura positiva ha provocado un repunte de los tipos estadounidenses a largo hasta el 2,49%.

En renta fija privada EUR ha continuado la cesión de diferenciales. El crédito de grado de inversión cede 30pb en el año y 80pb el crédito de grado especulativo. En la última parte del año estas cesiones se han intensificado después de que el BCE anunciase que las compras de deuda corporativa seguirían siendo elevadas a pesar de la reducción en el ritmo total de compras de activos de los 60.000 millones a los 30.000 millones mensuales.

Dentro de las materias primas, destaca el comportamiento del crudo, +17% en el año pero con una ganancia acumulada de casi +50% desde los mínimos 2017 y +140% desde marzo 2016 (cuando llegó a caer hasta niveles de 27 USD/b). Esta recuperación del precio del crudo ha sido posible gracias al buen comportamiento de la demanda (apoyada en un ciclo económico al alza y sincronizado en la mayor parte del mundo) y a la contención de la oferta, habiéndose extendido los recortes de producción (-1,8 mln b/día) al conjunto de 2018.

En el mercado de divisas, el dólar ha tenido su peor comportamiento de los últimos 14 años, con una caída frente al euro de casi el 15% y un descenso frente al resto de divisas de referencia (el llamado dólar index) cercana al 10%. Factores a tener en cuenta en esta evolución son: 1) la mayor sorpresa positiva en crecimiento europeo vs americano, 2) la reducción del riesgo político en la Eurozona tras los resultados electorales 2017 que evitan el éxito de las opciones más populistas y 3) el fuerte superávit por cuenta corriente de la Eurozona vs déficit en Estados Unidos. Esto ha podido explicar, al menos en parte, el desigual comportamiento entre las Bolsas americanas y europeas, y explica también el repunte de las materias primas, con el petróleo (WTI) por encima de los 60 dólares barril al cierre del año y con el oro por encima de 1.300 dólares.

Por otro lado, la libra británica se ha depreciado más de un 3% frente al EUR a pesar de la subida de tipos del BoE. La depreciación se debe a la incertidumbre sobre las negociaciones del Brexit y la revisión a la baja de la senda de subidas del tipo de intervención en el medio plazo. Las divisas emergentes han evolucionado de manera favorable, al igual que el resto de activos de estos países, registrando una apreciación media del 5% frente al dólar en 2017. Sólo las divisas de países especialmente vulnerables, como el peso argentino o la lira turca, se han depreciado fuertemente frente al dólar en el 2017. De forma adicional, el real brasileño ha sufrido una ligera depreciación frente al dólar, con una elevada volatilidad motivada por la incertidumbre política que han generado las acusaciones contra Temer por corrupción y las dificultades para la aprobación de la reforma de las pensiones.

#### COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA

Durante el periodo, la volatilidad del fondo es de 0,09% frente al 0,07% del periodo anterior.

Su patrimonio se sitúa en 3,799 millones de euros frente a 3,842 millones de euros del periodo anterior.

La rentabilidad del FIL durante el periodo de -1,11% frente al -0,99% del periodo anterior, sitúa a la IIC por debajo de la rentabilidad media obtenida por su Índice Benchmark, que es de 0,12%.

El número de partícipes se ha mantenido constante a lo largo del periodo, siendo 29.

Los gastos soportados por el fondo han sido 1,06% del patrimonio a lo largo del periodo frente al 1,05% del periodo anterior.

El valor liquidativo del FIL se sitúa en 44913,2744 a lo largo del periodo frente a 45419,6283 del periodo anterior.

En cuanto a los derechos políticos inherentes a los valores integrados en la IIC gestionada por Renta 4 Gestora S.A., S.G.I.I.C, ejerce los derechos políticos (asistencia, delegación o voto) inherentes a los valores, cuando su IIC bajo gestión tiene una participación que represente un porcentaje igual o superior al 1% del capital social o cuando la gestora, de conformidad con la política de ejercicio de derechos de voto, lo considere relevante o cuando existan derechos económicos a favor de accionistas, tales como prima de asistencia a juntas que se ejercerá siempre.

En caso de ejercicio, el sentido del voto será, en general, a favor de las propuestas del Consejo de Administración, salvo que los acuerdos a debate impliquen una modificación en la gestión de la sociedad emisora, contraria a la decisión que motivó la inversión en la Compañía.

Durante el periodo la IIC no ha asistido a ninguna Junta General de Accionistas, por considerar que su participación en las mismas no es relevante en la defensa de los derechos de los partícipes.

Renta 4 Gestora SGIIC, S.A. dispone de una política de remuneración de aplicación a todos sus empleados, acorde y compatible con el perfil de riesgo, los estatutos y normas de las IIC gestionadas, y con la estrategia, objetivos y valores de Renta 4 Gestora SGIIC, S.A y de las IIC que gestiona, alineada a su vez con los principios de la política de remuneración del Grupo.

En este sentido cabe destacar entre otros aspectos que las retribuciones se deben adecuar con las condiciones de mercado de Instituciones de Inversión Colectiva equiparables por razón de su tamaño procurando, se ajustan a criterios de moderación y adecuación con los resultados de la Sociedad. En la remuneración total, los componentes fijos y los componentes variables estarán debidamente equilibrados; el componente fijo constituirá una parte suficientemente elevada de la remuneración total, de modo que la política de elementos variables de la remuneración pueda ser plenamente flexible, hasta tal punto que sea posible no pagar ningún componente variable de la remuneración. Dicha remuneración se calculará en base a una evaluación en la que se combinen los resultados de la persona y los de la unidad de negocio o las IIC afectadas y los resultados globales de la SGIIC, y en la evaluación de los resultados individuales se atenderá tanto a criterios financieros como no financieros. La evaluación de los resultados se llevará a cabo en un marco plurianual para garantizar que el proceso de evaluación se base en los resultados a más largo plazo.

Para los miembros del colectivo identificado, cuya actividad puede tener una incidencia significativa sobre el perfil de riesgo de las IIC, prevé adicionalmente una remuneración variable que incluye la entrega de instrumentos de capital de la sociedad matriz del Grupo, y cuyo pago podrá estar parcialmente diferido en un marco plurianual que favorece su alineación con la adecuada gestión del negocio en el tiempo, sin que en ningún caso supere el 100% del componente fijo.

Esta política completa se encuentra en [www.renta4gestora.com](http://www.renta4gestora.com).

La remuneración total que Renta 4 Gestora SGIIC, S.A. ha abonado durante el ejercicio 2017 a su personal ha sido la siguiente: Remuneración fija: 2.207.388,09 euros, remuneración variable 430.224,32 euros y aportaciones a Planes de empleo por importe de 33.003,87 euros, siendo la plantilla a 31 de diciembre de 2017 de 52 empleados.

Adicionalmente, el importe total de la remuneración de los altos cargos de Renta 4 Gestora SGIIC, S.A. durante el 2017 cuya actuación tiene una incidencia material en el perfil de riesgo de las IICs ha sido de 182.587,32 euros.

## POLÍTICA DE INVERSIÓN

Península Capital FIL a cierre del segundo semestre de 2017 tiene todo su patrimonio en tesorería.

## PERSPECTIVAS

De cara a 2018, esperamos un buen fondo macroeconómico, con un escenario de crecimiento económico sincronizado: suave expansión en países desarrollados (pendientes de impacto Brexit y estímulos fiscales en Estados Unidos), y aceleración del crecimiento en emergentes (economías como Brasil o Rusia confirmando la salida de la recesión). No obstante seguirá siendo un crecimiento moderado, en términos históricos. El elevado endeudamiento de los estados sigue siendo el principal lastre para un mayor crecimiento económico a nivel global.

Esperamos inflación al alza, aunque de forma moderada y con divergencias geográficas: mayor incremento en Estados Unidos (política fiscal expansiva con impacto en crecimiento, mercado laboral en pleno empleo), y en Reino Unido (impacto de depreciación de la libra). Y menor incremento en Eurozona y Japón, que seguirán por debajo de sus objetivos del 2%. El “output gap” (brecha entre el nivel de producción actual y el potencial) ha mejorado en los últimos años, pero aún no está cerrado en la mayoría de los países, por lo que es previsible que las presiones inflacionistas se mantengan contenidas durante 2018.

Respecto a políticas monetarias, esperamos normalización muy gradual. La Reserva Federal estadounidense va a la cabeza, en proceso de normalización de tipos de interés (nivel de llegada 2,5%/3%, claramente inferior a la anterior normalidad, en un entorno de crecimiento e inflación inferior a los históricos), y de reducción muy gradual de balance. El BCE moderará compras desde enero 2018, pero las mantendrá en vigor hasta sept-18 y con puerta abierta a ampliar/incrementar QE si es preciso; creemos que los tipos no subirán hasta bien finalizado el QE (2019e). En el caso del Banco de Inglaterra, se encuentra en situación de “esperar y ver” los efectos del Brexit sobre crecimiento e inflación. Y en el caso del Banco de Japón, creemos que mantendrá por el momento una política monetaria ampliamente expansiva.

Los resultados empresariales continúan con su recuperación a nivel global de la mano de la positiva evolución del ciclo económico global, apalancamiento operativo y condiciones financieras favorables. En el caso de Europa, el consenso estima un crecimiento anual del 9% en los beneficios por acción del Eurostoxx 50, que siguen claramente por debajo de niveles de 2007/08, (mientras que Estados Unidos está muy por encima). Si bien una parte se explica por composición sectorial, consideramos que este gap debería tender a reducirse en cierta medida. En el caso de Estados Unidos, los márgenes están en máximos, las empresas deberán afrontar el repunte de tipos de interés y posibles presiones salariales, no obstante se verán positivamente afectadas por menores impuestos. El consenso de mercado espera un crecimiento del BPA del S&P 500 del 10% para 2018.

En este escenario hay razones para seguir siendo razonablemente constructivos en renta variable de cara a 2018. En Europa, los principales apoyos son: crecimiento sólido (FMle PIB 2018e +1,9%) y beneficios 2018e +9%e. Valoraciones atractivas (PER 18e 14x, P/V <1,6x, RPDe 3%) con ligero descuento frente a su historia pero con elevado potencial de mejora de beneficios (-30% vs niveles previos a la crisis). Tras punto de inflexión en 2017 (BPA >+12%, primer año de crecimiento robusto desde 2010) se abre un nuevo ciclo positivo de resultados. Bajos niveles de endeudamiento, alta generación de caja, apalancamiento operativo, mejora de ventas y de márgenes y mayor crecimiento de los beneficios apoyarán una subida de las cotizaciones iguales o superiores a la mejora de los beneficios más los dividendos. Un BCE en retirada muy gradual alargará el ciclo económico y de beneficios en Europa. Apoyos adicionales son mayor inversión empresarial y pública (niveles de capex en mínimos de los últimos 30 años), mayor confianza empresarial y del consumidor. El escenario además es propicio para ver un repunte de M&A, con buenos balances y tipos de interés muy bajos.

No obstante hay riesgos, que elevarán la volatilidad y prima de riesgo en momentos determinados, y que hacen imprescindible tanto la elección del “timing” de entrada/salida, como la selección adecuada de sectores y compañías (según se ha podido apreciar en últimos años). Los más importantes, se pueden agrupar en: 1) desaceleración del ciclo

económico global, con posibles focos en Brexit (negociaciones e impacto), China (elevada deuda), o Estados Unidos (impulso fiscal menor al descontado, políticas proteccionistas con impacto negativo en comercio mundial); 2) errores de política monetaria (abandono excesivamente rápido de estímulos monetarios) en un contexto de elevada deuda mundial; 3) riesgos geopolíticos, donde además de los focos habituales (Oriente Medio, Corea del Norte, Brexit, agenda Trump), este año cobran relevancia las elecciones en Italia, Brasil o México.

En lo que respecta a la Renta Fija, es preciso distinguir deuda pública de crédito. En deuda pública, tras cierto empinamiento a corto plazo de la pendiente de la curva de deuda soberana en Estados Unidos, esperamos aplanamiento de la curva en 2018 (subidas de tipos fundamentalmente en plazos cortos). En Europa, la revisión al alza de previsiones de inflación favorecerá una mayor pendiente de la curva.

En crédito, la renta fija privada grado de inversión ofrece retornos esperados muy bajos o del 0%, por lo que para obtener rentabilidad tiene sentido sobreponderar bonos AT1 híbridos con opciones "call" de corto plazo. Por otro lado, es razonable infraponderar subordinados LT2 con "call" superiores a 2 años ya que los recientes episodios de resolución de bancos aproximan estos instrumentos a los AT1, por lo que pueden tener cierta convergencia con ellos en rentabilidad. También conviene ser prudente en High Yield, especialmente los B o peor rating, ya que el fin del QE y sus bajísimos niveles de rentabilidad, para el riesgo asumido, hacen que puedan sufrir fuertes correcciones en caso de incremento de volatilidad de los mercados.

En renta fija emergente, creemos que tiene sentido sobreponderar inversiones en Renta Fija Corto Plazo en "Hard Currency" (divisa fuerte, moneda no local), que no están tan expuestas a las oscilaciones del corto plazo y ofrecen un atractivo "carry" (rentabilidad).

Respecto a divisas, creemos que el dólar debería continuar apoyado en el corto plazo por la aprobación de la reforma fiscal, pero esperamos una gradual apreciación del Euro a medida que avance el ejercicio y el BCE vaya adentrándose en la normalización de su política monetaria. Prevemos un rango en próximos 12 meses de 1,12-1,25 USD/EUR. Las divisas emergentes, por su parte, podrían tener escaso margen de apreciación frente al EUR en 2018. Las elecciones en países clave como Brasil o México, así como a continuada desaceleración de países como China podrían tener un impacto negativo sobre sus cotizaciones.