



Análisis y supuestos macroeconómicos – III trimestre de 2017

Agenda

- | | | |
|----|-----------------------------------------------|---------|
| I. | Análisis y supuestos macroeconómicos | 3-107 |
| 1. | Economías desarrolladas | 3-66 |
| | a. los EE.UU. | 3-44 |
| | b. la zona del euro | 45-66 |
| 2. | Economías en vías de desarrollo | 67-100 |
| 3. | Indicadores para los mercados de las acciones | 101-106 |



Análisis y supuestos macroeconómicos – III trimestre de 2017
Economías desarrolladas – los EE.UU.

Pronósticos PIB

País	I trimestre 2017	II trimestre 2017	III trimestre 2017	IV trimestre 2017	2017	2018	2019
EE.UU.	1.40% (-0.8 pp)*	2.40%	2.20%	2.30%	2.20% (0.0 pp)**	2.30%	2.20%
Canadá	3.70% (+1.5 pp)	2.20%	2.10%	2.00%	2.50% (+0.3 pp)	2.00%	1.90%
Japón	1.30% (-0.1 pp)	1.30%	1.30%	1.20%	1.30% (+0.2 pp)	1.00%	0.70%
Australia	1.70% (-0.3 pp)	1.60%	2.80%	2.50%	2.30% (-0.2 pp)	2.80%	2.80%
Gran Bretaña	2.00% (-0.3 pp)	1.80%	1.60%	1.20%	1.60% (-0.1 pp)	1.30%	1.60%
Alemania	1.70% (+0.2 pp)	1.70%	1.90%	1.90%	1.80% (+0.2 pp)	1.60%	1.40%
Francia	1.00% (+0.1 pp)	1.50%	1.70%	1.60%	1.40% (+0.1 pp)	1.50%	1.40%
Italia	1.20% (+0.4 pp)	1.20%	1.20%	1.20%	1.10% (+0.2 pp)	1.00%	1.00%
España	3.00% (+0.1 pp)	2.90%	2.80%	2.70%	2.80% (+0.3 pp)	2.20%	1.90%
EU	2.00% (+0.2 pp)	2.00%	2.00%	1.90%	1.90% (+0.2 pp)	1.70%	1.60%
Sudáfrica	1.00% (-0.1 pp)	0.40%	0.90%	1.20%	0.80% (-0.2 pp)	1.40%	1.70%
China	6.90% (0.0 pp)	6.90%	6.60%	6.50%	6.60% (+0.1 pp)	6.30%	6.10%
India	6.10% (-0.6 pp)	7.20%	7.00%	7.70%	7.10% (+0.1 pp)	7.50%	7.80%
Rusia	0.50% (-0.3 pp)	1.00%	1.30%	1.60%	1.20% (0.0 pp)	1.60%	1.70%
Brasil	-0.30% (+0.8 pp)	0.30%	1.00%	2.60%	0.70% (0.0 pp)	2.20%	2.50%
Turquía	5.00% (+3.7 pp)	2.00%	3.30%	3.30%	2.60% (+0.1 pp)	3.10%	3.30%
Polonia	4.00% (+0.9 pp)	3.70%	4.00%	3.50%	3.60% (+0.4 pp)	3.40%	3.50%
Países <i>emerging</i>	5.00%	5.10%	5.10%	5.30%	4.60% (0.0 pp)	4.90%	5.20%

Fuente: Bloomberg. * dinámica realizada vs pronósticos de marzo de 2017

**vs pronósticos de marzo de 2017

Pronósticos de la dinámica de la inflación CPI r/r

País	I trimestre 2017*	II trimestre 2016	III trimestre 2016	IV trimestre 2017	2017	2018	2019
EE.UU.	2.50%	2.20%	2.30%	2.10%	2.30%	2.20%	2.20%
Canadá	1.90%	1.70%	1.90%	2.00%	1.90%	2.00%	2.00%
Japón	0.30%	0.50%	0.70%	0.60%	0.60%	0.80%	1.00%
Australia	2.10%	2.20%	2.20%	2.20%	2.10%	2.20%	2.30%
Gran Bretaña	2.10%	2.80%	2.90%	3.00%	2.70%	2.60%	2.20%
Alemania	1.90%	1.70%	1.70%	1.60%	1.70%	1.70%	1.80%
Francia	1.50%	1.20%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.40%
Italia	1.30%	1.60%	1.50%	1.50%	1.40%	1.30%	1.50%
España	2.70%	2.10%	2.00%	1.60%	2.10%	1.50%	1.70%
EU	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.70%	1.80%
Sudáfrica	6.30%	5.40%	5.40%	5.20%	5.60%	5.40%	5.40%
China	1.40%	1.50%	1.90%	2.10%	2.00%	2.20%	2.30%
India	2.40%	3.00%	4.00%	4.70%	3.50%	4.50%	5.00%
Rusia	4.60%	4.00%	3.90%	4.00%	4.30%	4.20%	4.30%
Brasil	4.60%	3.70%	3.50%	4.00%	4.20%	4.50%	4.50%
Turquía	10.20%	11.10%	10.30%	9.50%	10.20%	7.80%	7.40%
Polonia	2.00%	2.00%	2.20%	1.80%	2.00%	2.20%	2.50%

Fuente: Bloomberg.

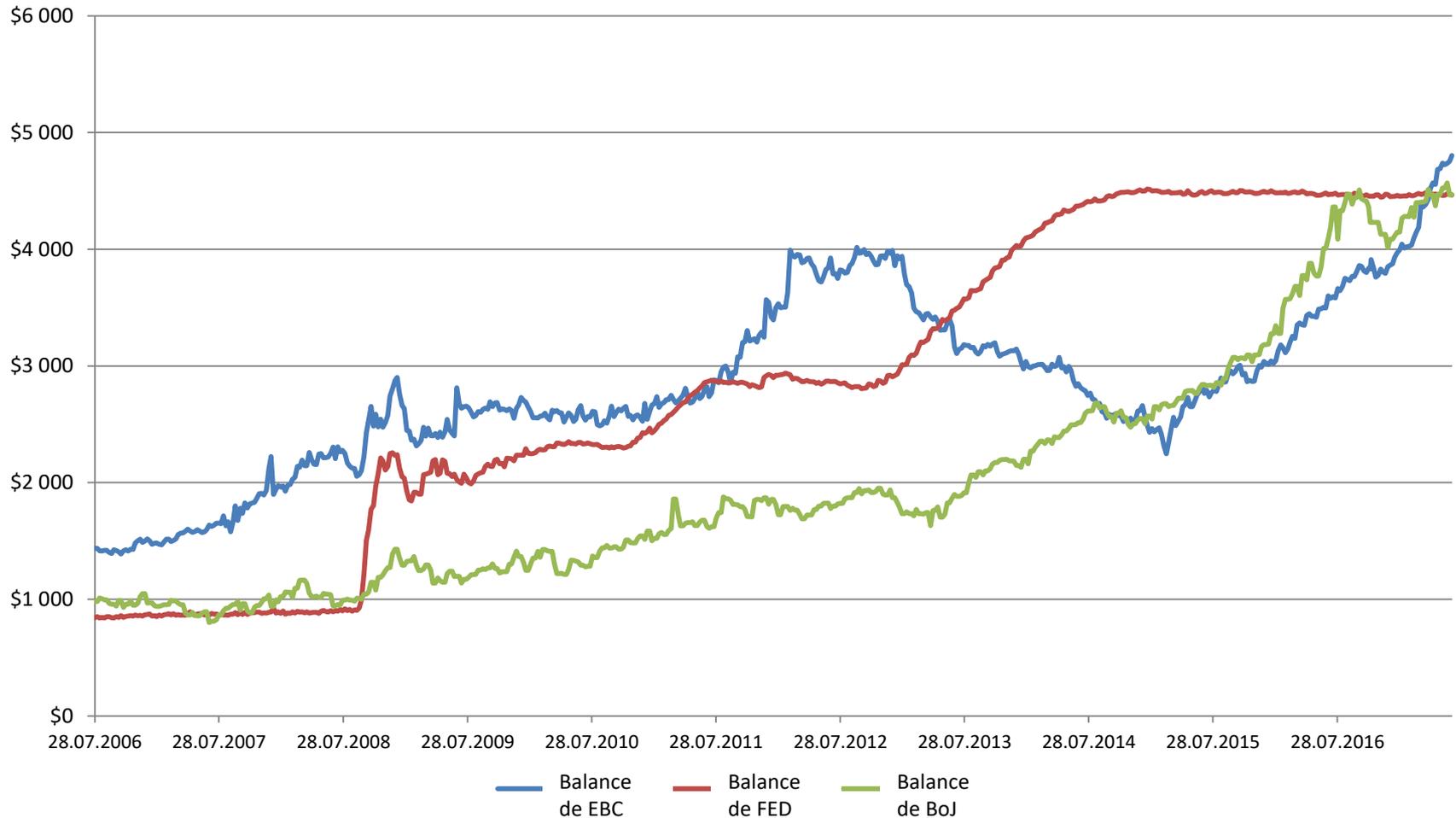
*Realizado

Mapa de los índices PMI en la industria

	junio-16	julio-16	agosto-16	sept-16	octub-16	novie-16	dicie-16	ener-17	febre-17	marzo-17	abril-17	mayo-17	junio-17
EE.UU.	53.2	52.6	49.4	51.7	52	53.5	54.5	56	57.7	57.2	54.8	54.9	57.8
Canadá	51.8	51.9	51.1	50.3	51.1	51.5	51.8	53.5	54.7	55.5	55.9	55.1	54.7
Japón	48.1	49.3	49.5	50.4	51.4	51.3	52.4	52.7	53.3	52.4	52.7	53.1	52.4
Australia	51.8	56.4	46.9	49.8	50.9	54.2	55.4	51.2	59.3	57.5	59.2	54.8	55
Gran Bretaña	52.5	48.2	53.5	55.2	54.6	53.5	56	55.5	54.8	54.3	57.3	56.3	54.3
Alemania	54.5	53.8	53.6	54.3	55	54.3	55.6	56.4	56.8	58.3	58.2	59.5	59.6
Francia	48.3	48.6	48.3	49.7	51.8	51.7	53.5	53.6	52.2	53.3	55.1	53.8	54.8
Italia	53.5	51.2	49.8	51	50.9	52.2	53.2	53	55	55.7	56.2	55.1	55.2
España	52.2	51	51	52.3	53.3	54.5	55.3	55.6	54.8	53.9	54.5	55.4	54.7
EU	52.7	51.4	51.9	52.9	53.4	53.5	55	55.3	55.3	55.9	56.7	56.8	55.4
Sudáfrica	53.7	52.5	46.3	48.5	45.9	48.3	46.7	50	52.5	52.2	44.7	51.5	46.7
China	48.6	50.6	50	50.1	51.2	50.9	51.9	51	51.7	51.2	50.3	49.6	50.4
India	51.7	51.8	52.6	52.1	54.4	52.3	49.6	50.4	50.7	52.5	52.5	51.6	50.9
Rusia	51.5	49.5	50.8	51.1	52.4	53.6	53.7	54.7	52.5	52.4	50.8	52.4	50.3
Brasil	43.2	46	45.7	46	46.3	46.2	45.2	44	46.9	49.6	50.1	52	50.5
Turquía	47.4	47.6	47	48.3	49.8	48.8	47.7	48.7	49.7	52.3	51.7	53.5	54.7
Polonia	51.8	50.3	51.5	52.2	50.2	51.9	54.3	54.8	54.2	53.5	54.1	52.7	53.1

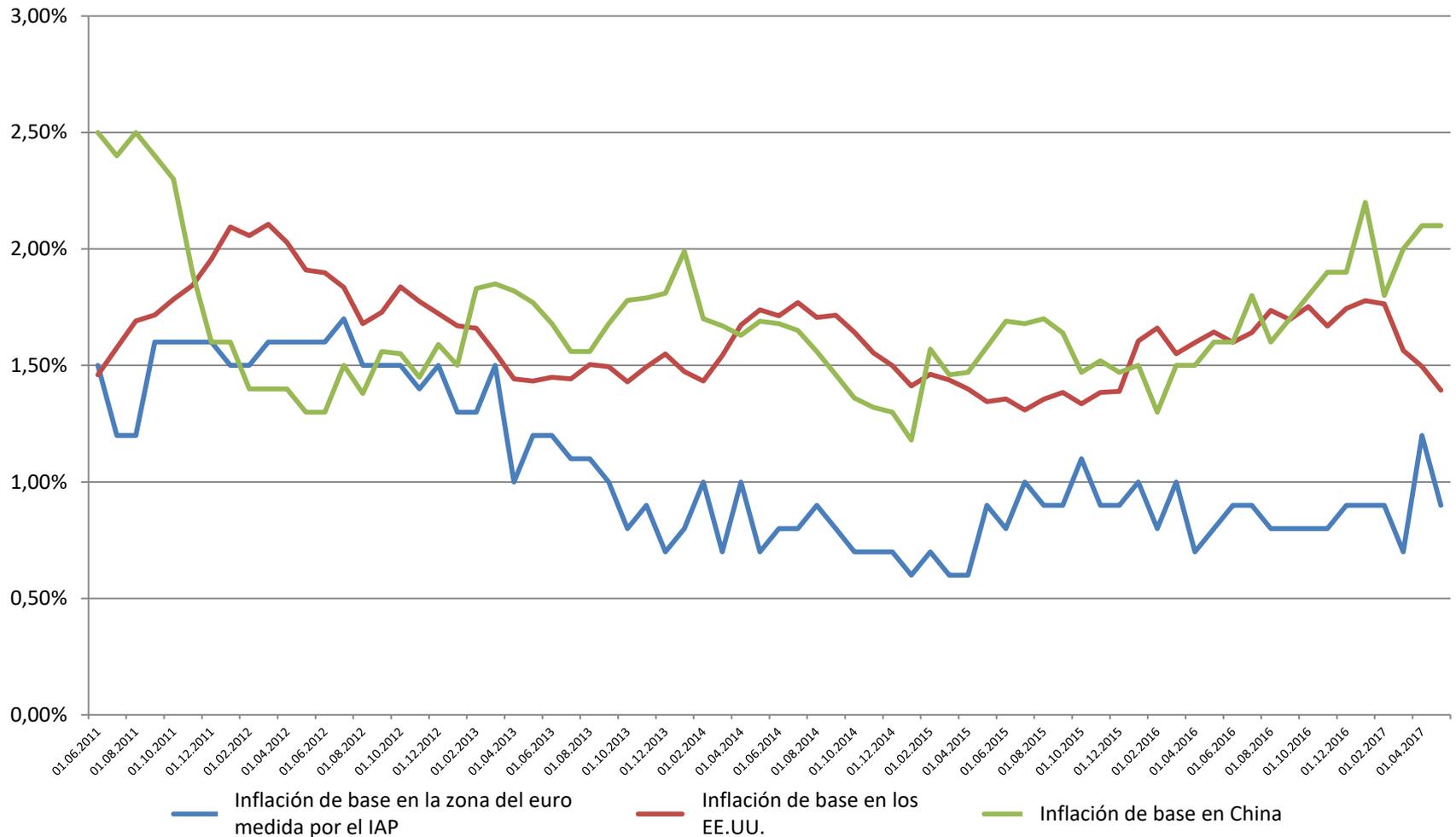
Fuente: Bloomberg.

Valores de los activos de los bancos centrales (en mil millones de USD)



Fuente: Bloomberg.

Dinámica de la inflación de base en las economías principales



Fuente: Bloomberg.

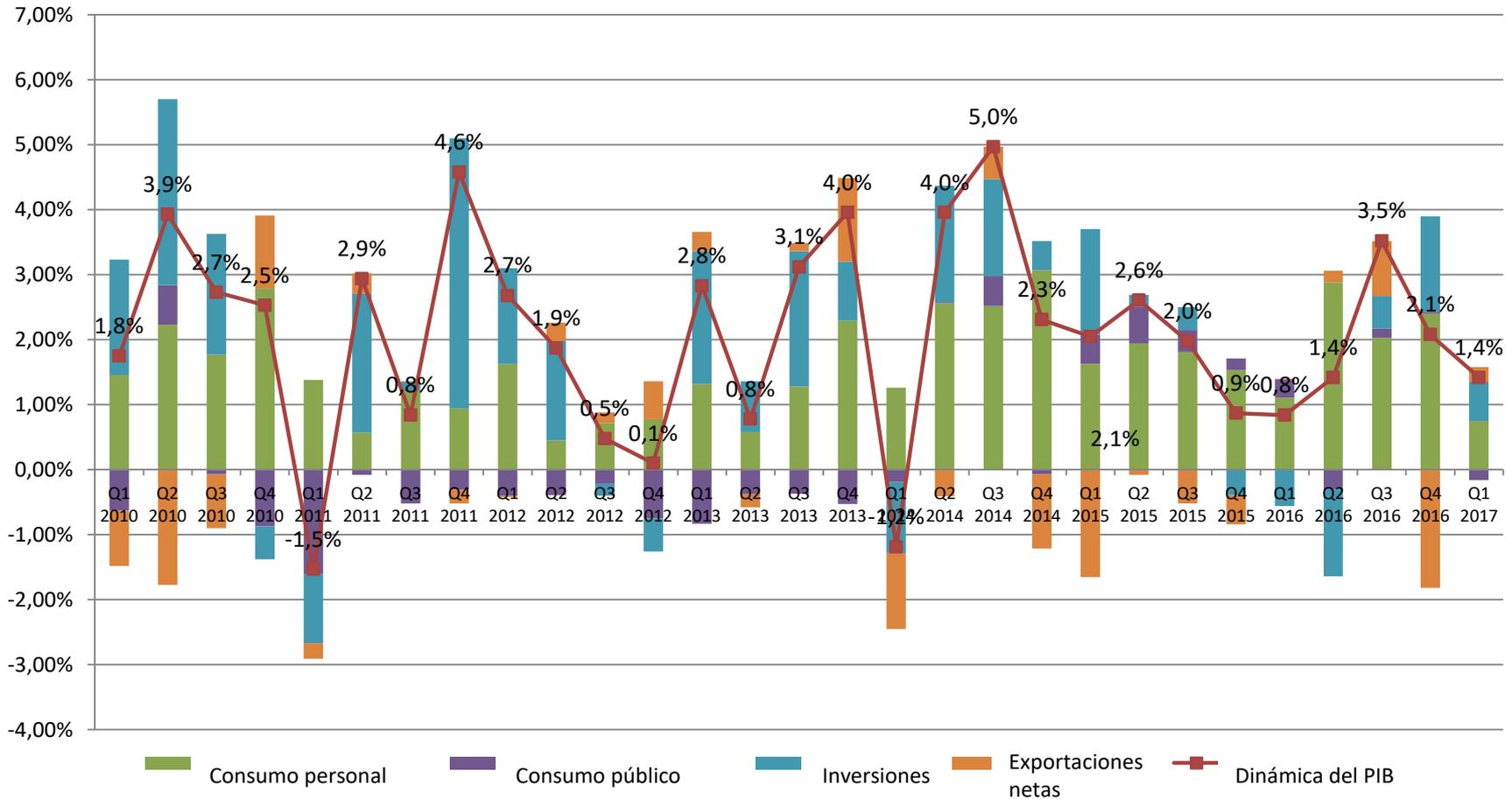
Economía y mercados estadounidenses – objetivos principales

1. El pronóstico del crecimiento económico para todo el año en los EE.UU. permanece sin cambiar, o sea, a la escala de todo el año la dinámica no debe oscilar entre 2 y 2.5%, la mediana de las expectativas de mercado según Bloomberg es de 2.2% r/r.
2. El primer trimestre en la economía estadounidense significaba la desaceleración del ritmo del crecimiento hasta el 1.4%, principalmente a causa del consumo que quitó casi 2 puntos porcentuales respecto al cuarto trimestre de 2016. En el sector de los bienes reales desengañó ante todo el sector de motorización, mientras que en el sector de los servicios – los gastos para la protección de la salud. Es difícil explicarlo con la estacionalidad. En el caso de *automotive* tenemos más bien la estabilización en los niveles históricamente altos y la caída de la demanda de la flota por parte de las corporaciones, la demanda al por menor es todavía fuerte.
3. En lo que se refiere a las inversiones, hay buenas noticias porque han aumentado considerablemente los gastos para el activo fijo en el sector industrial (tanto los edificios, como las máquinas) y los valores inmateriales, lo que ha añadido 1.23 pp al crecimiento en el primer trimestre, lo máximo desde el primer trimestre de 2012. La contribución total de la inversión disminuye la caída fuerte de las reservas (la contribución -1.11 pp).
4. En atención a la situación en el sector de las inversiones y un rango bastante estrecho de la caída del consumo, consideramos los datos del primer trimestre como suficientemente optimistas que no dan bases para la corrección “en menos” de los pronósticos anuales. Todo el resultado fue reducido fuertemente por las reservas que son un elemento muy vacilante del PIB y la situación es análoga al segundo trimestre del año anterior y, como antes, ahora también prevemos la reconstrucción de las reservas en las empresas ese mismo año.

Economía y mercados estadounidenses – objetivos principales

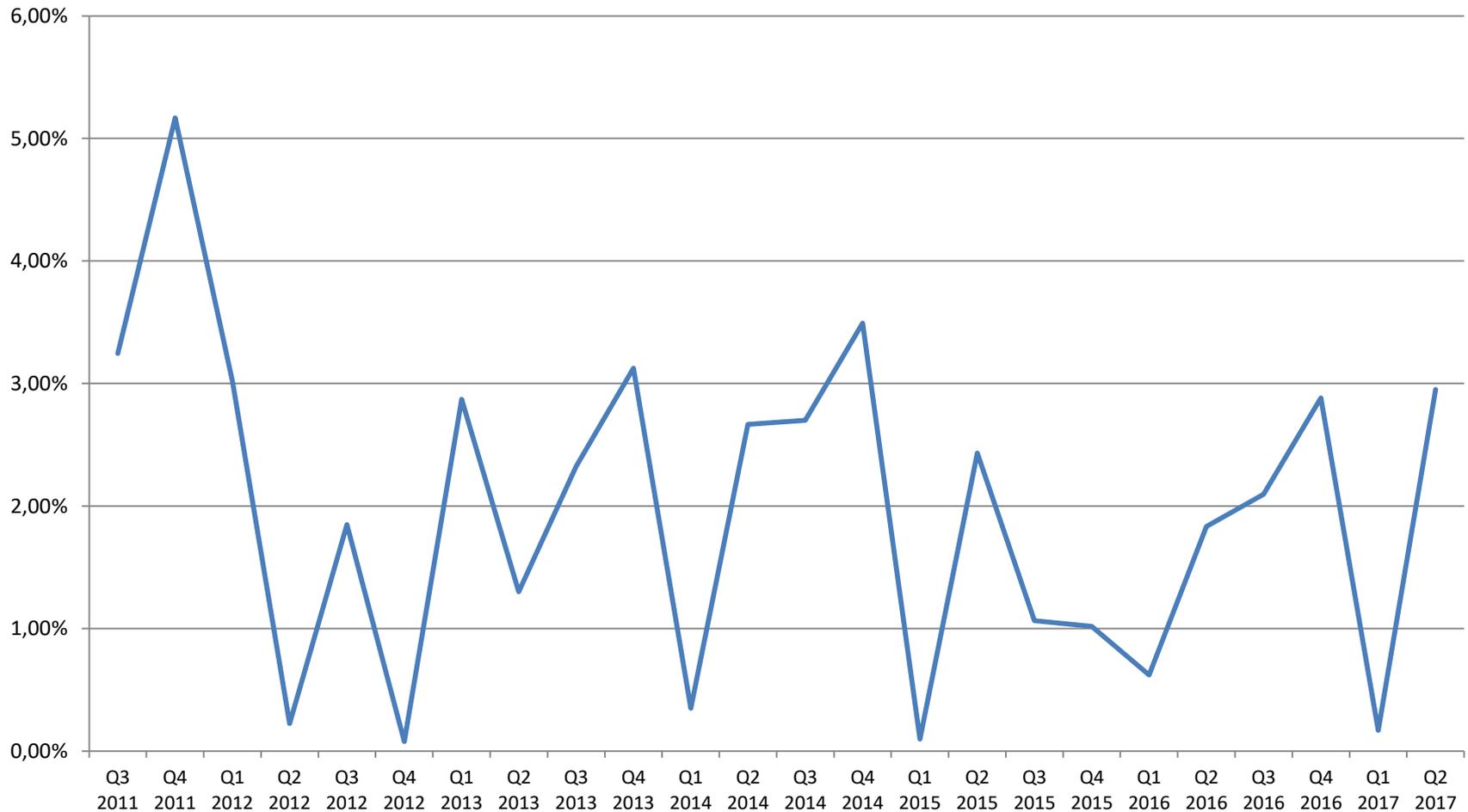
5. En la reunión de junio, el FOMC por cuarta vez subió las tasas en el ciclo actual (hasta 1-1.25%), lo que estaba totalmente en consonancia con las expectativas del mercado. Se fijó la atención en una escala pequeña de la inflación de demanda, lo que pone en duda el ritmo de la subida de los precios en el futuro (suponemos una sola subida hasta finales del año). La inflación ha de permanecer un poco por debajo del objetivo de 2% a la perspectiva de los próximos 12 meses.
6. Al mismo tiempo, el FOMC abordó la cuestión de la reducción del balance Fed. El límite mensual de la reducción de la cartera de los bonos gubernamentales ascenderá a 6 mil millones y para los bonos hipotecarios 4 mil millones de USD. En el primer caso se aumentará cada trimestre con 6 mil millones de USD (como máximo hasta 30 mil millones de USD), en el segundo caso con 4 mil millones de USD (como máximo hasta 20 mil millones de USD). Como objetivo, el balance Fed ha de disminuirse hasta el rango de 2-2.5 billones de USD. Este proceso se realizará a través de la falta de la reinversión de los fondos de las series de los bonos vencidos.
7. La disminución del balance Fed es por supuesto una forma del estrechamiento monetario (además de las subidas de las tasas) y proporciona a Fed una herramienta siguiente en la regulación de la fluidez en los mercados porque estos límites pueden cambiarse en caso de necesidad y el mismo proceso puede eventualmente suspenderse en caso de unos trastornos más fuertes en los mercados. Es importante que en los supuestos actuales no aparezca la oferta del mercado de los bonos, sino que constantemente disminuya la demanda por parte de Fed, lo que puede a su vez conducir a una mayor volatilidad en el mercado de los bonos. Especialmente en el extremo medio de la curva de la rentabilidad (los bonos de 10 años).

Dinámica y contribuciones para el PIB estadounidense



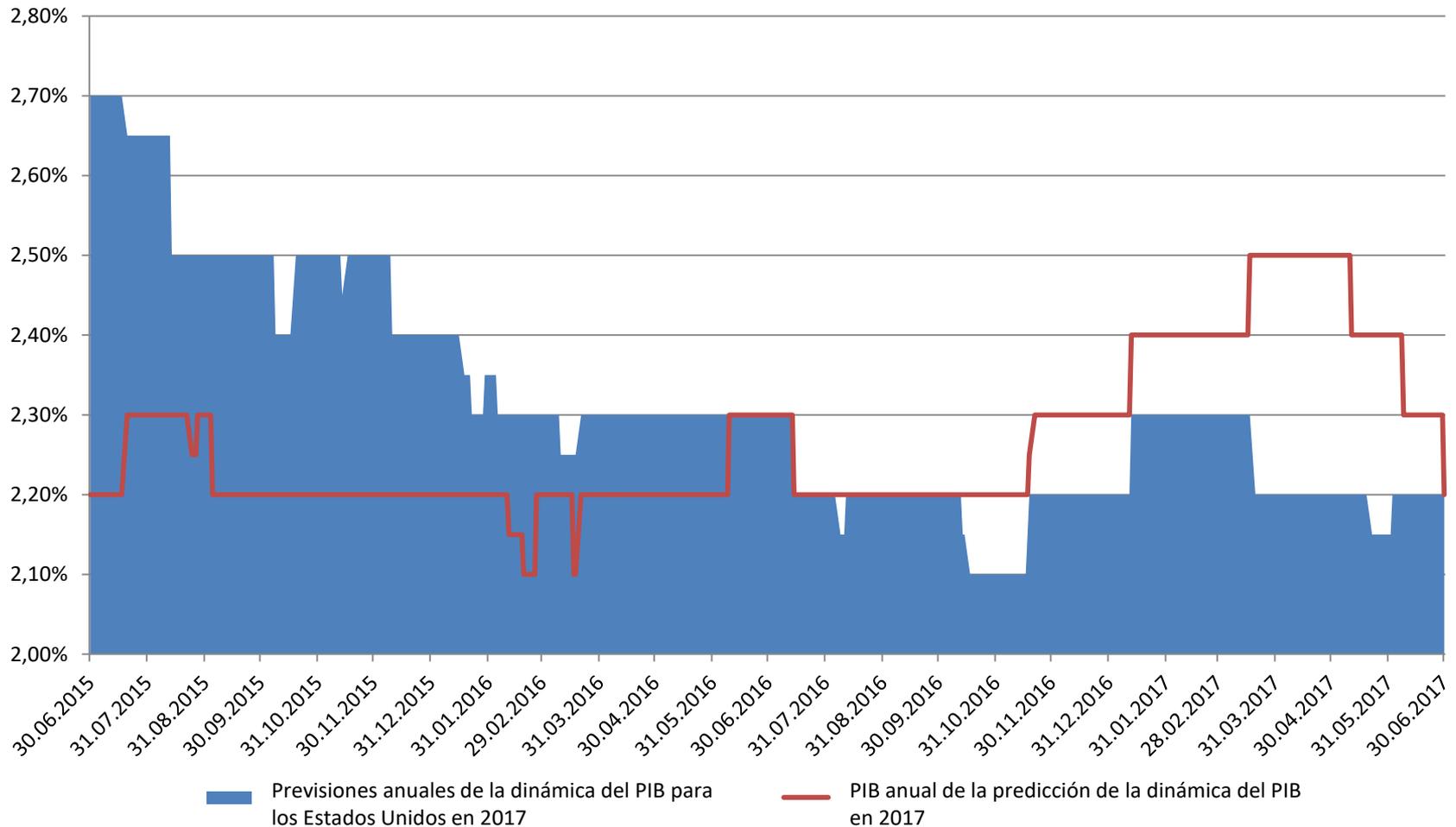
Fuente: Bloomberg.

Pronóstico PIB en los EE.UU. según el modelo Atlanta Fed



Fuente: Bloomberg.

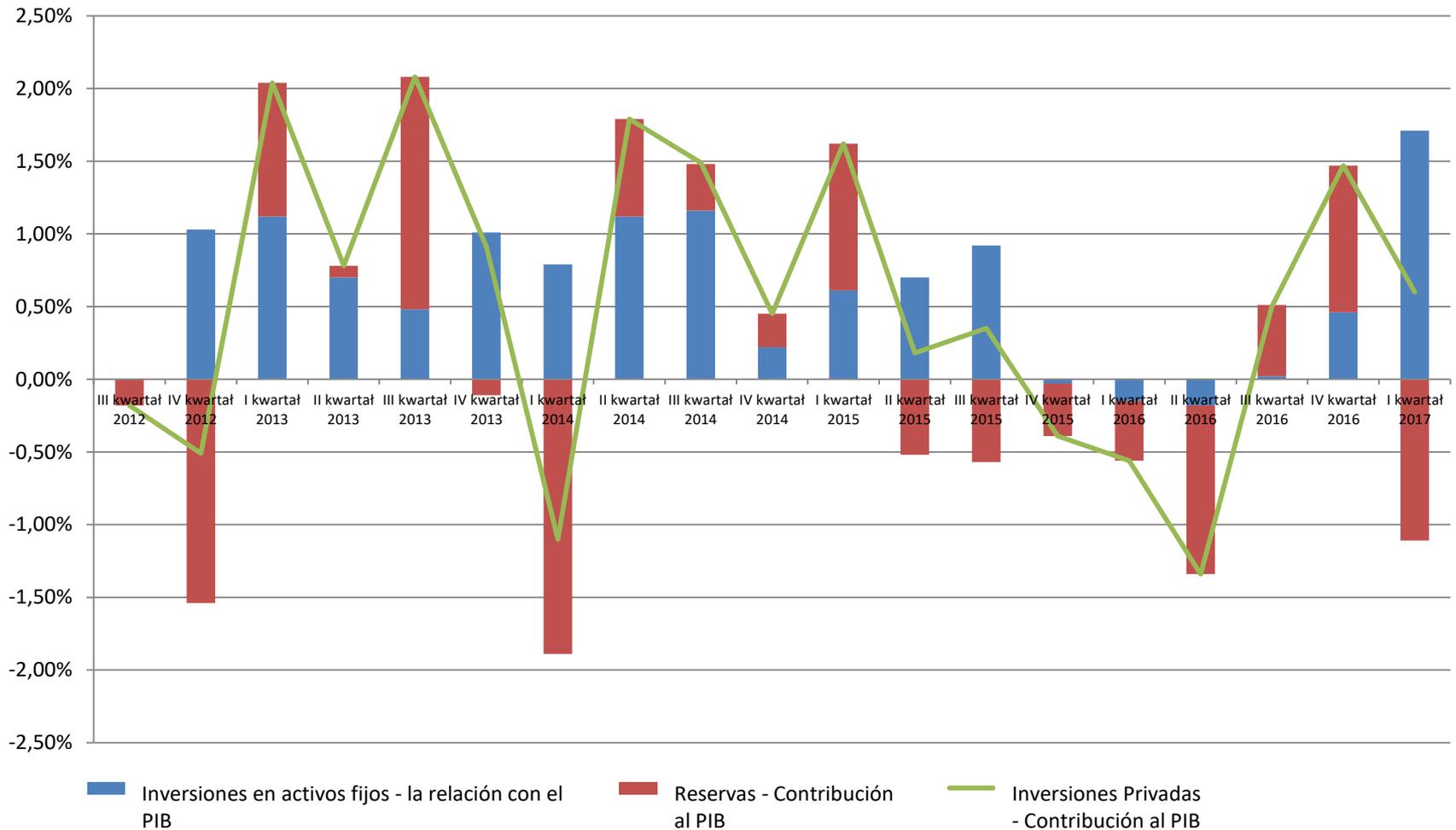
Evolución de los pronósticos de la dinámica del PIB y la inflación CPI para 2017



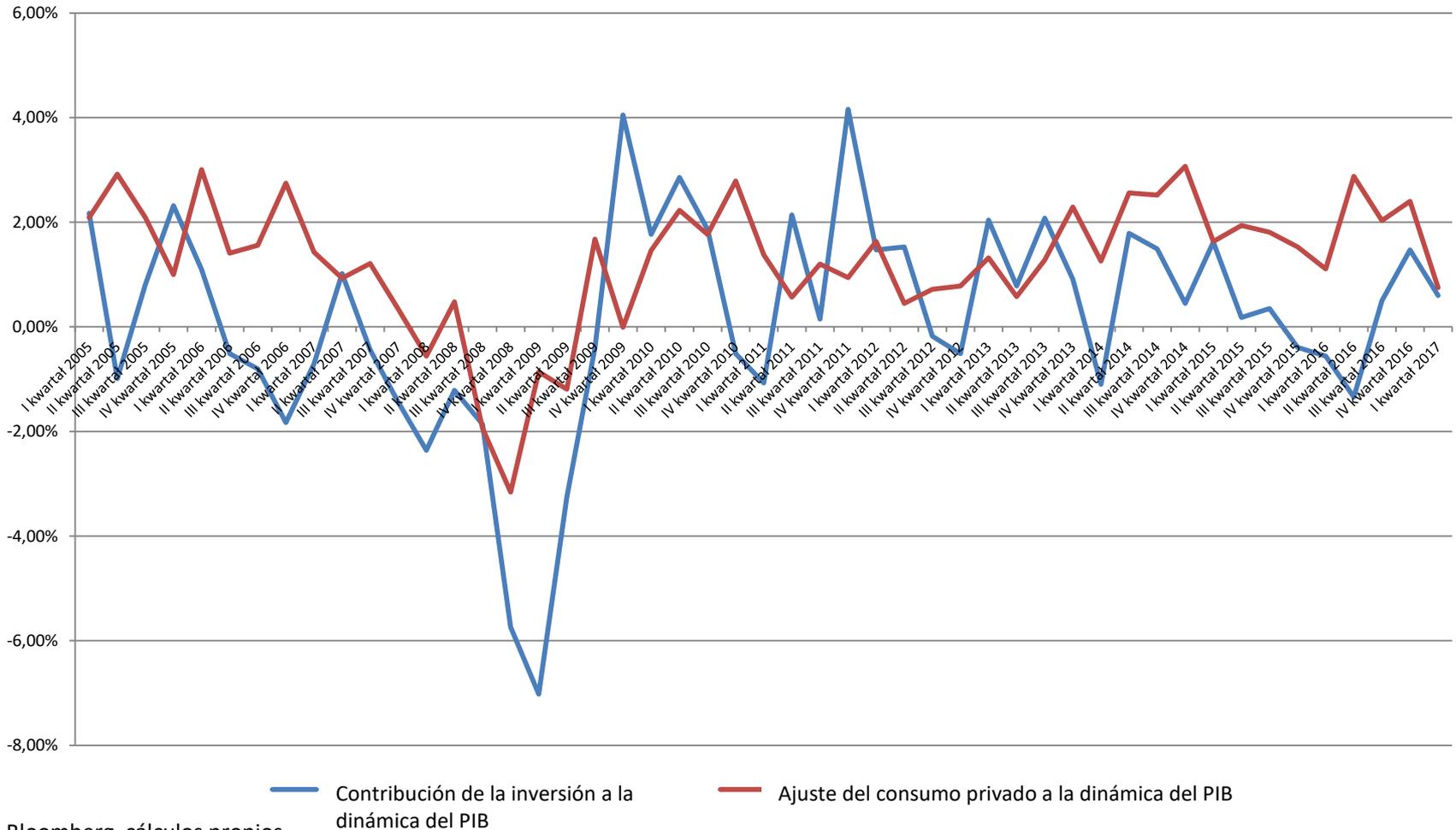
Fuente: Bloomberg.

Inversiones privadas en los EE.UU. – contribuciones para la dinámica del PIB

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

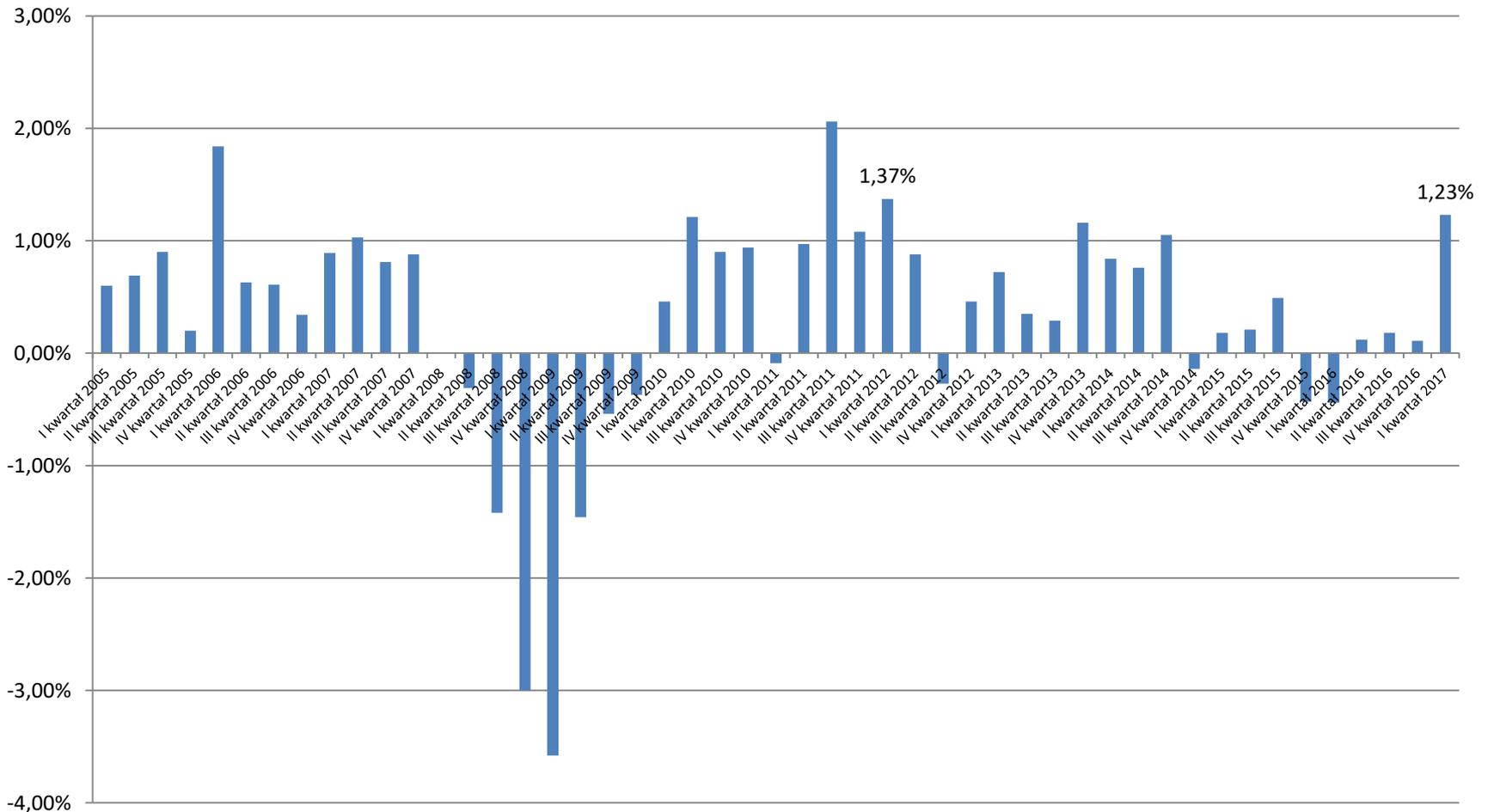


Contribución del consumo privado y las inversiones para la dinámica del PIB estadounidense



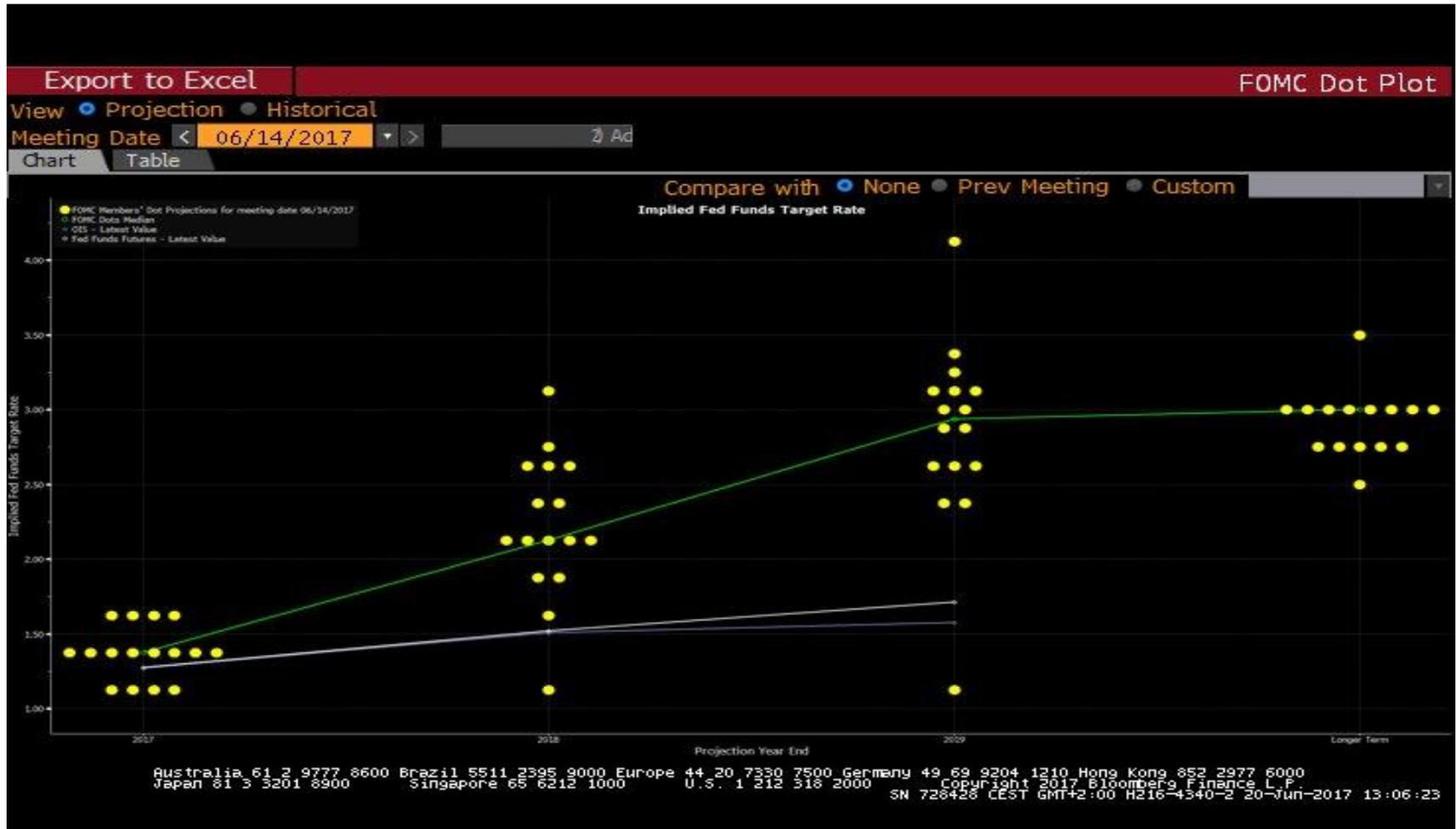
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Contribuciones para el PIB de la inversión en el activo fijo y los valores inmatrimoniales



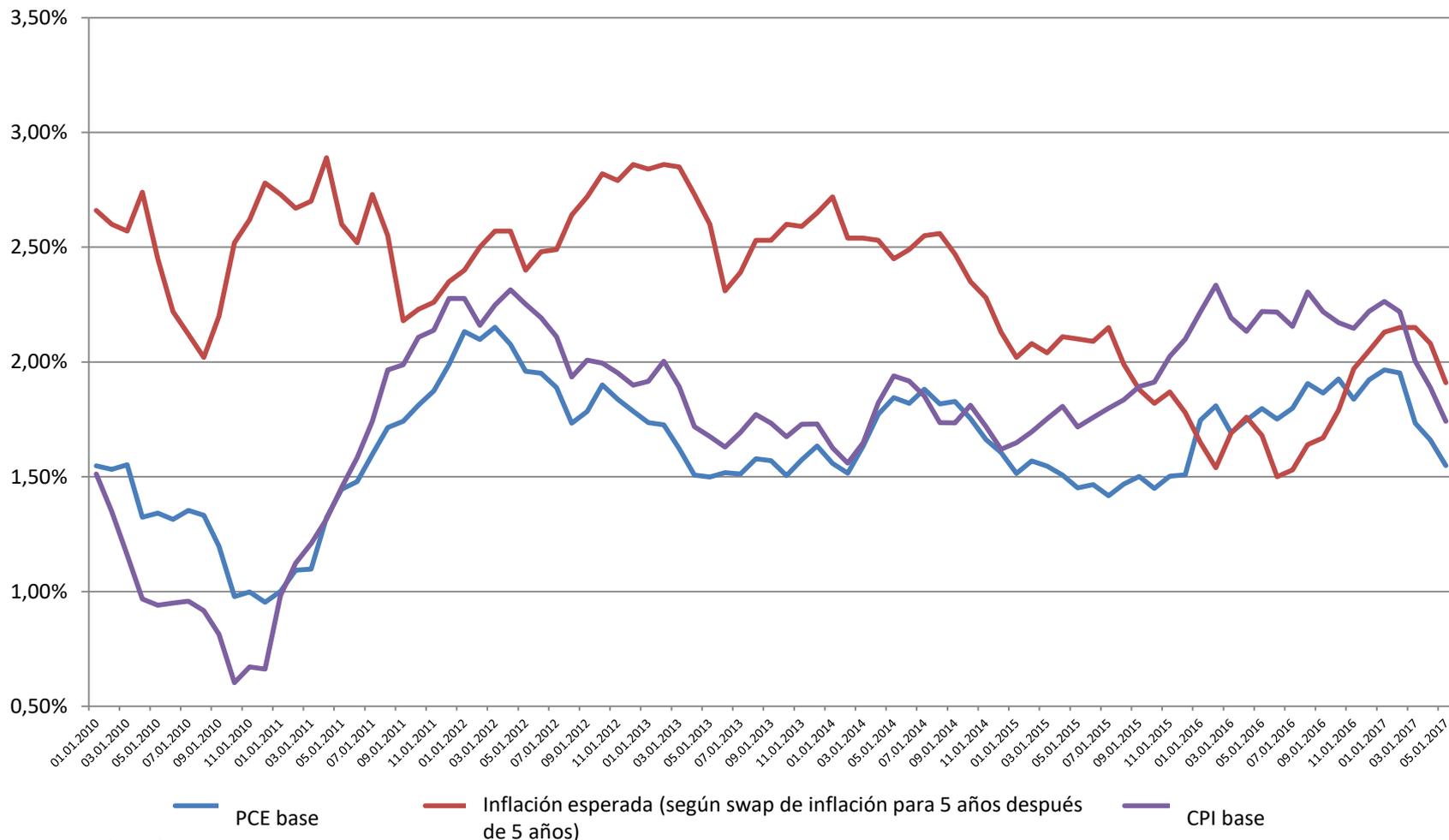
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

“Puntos” FOMC después de la sesión el 14 de junio de 2017



Fuente: Bloomberg.

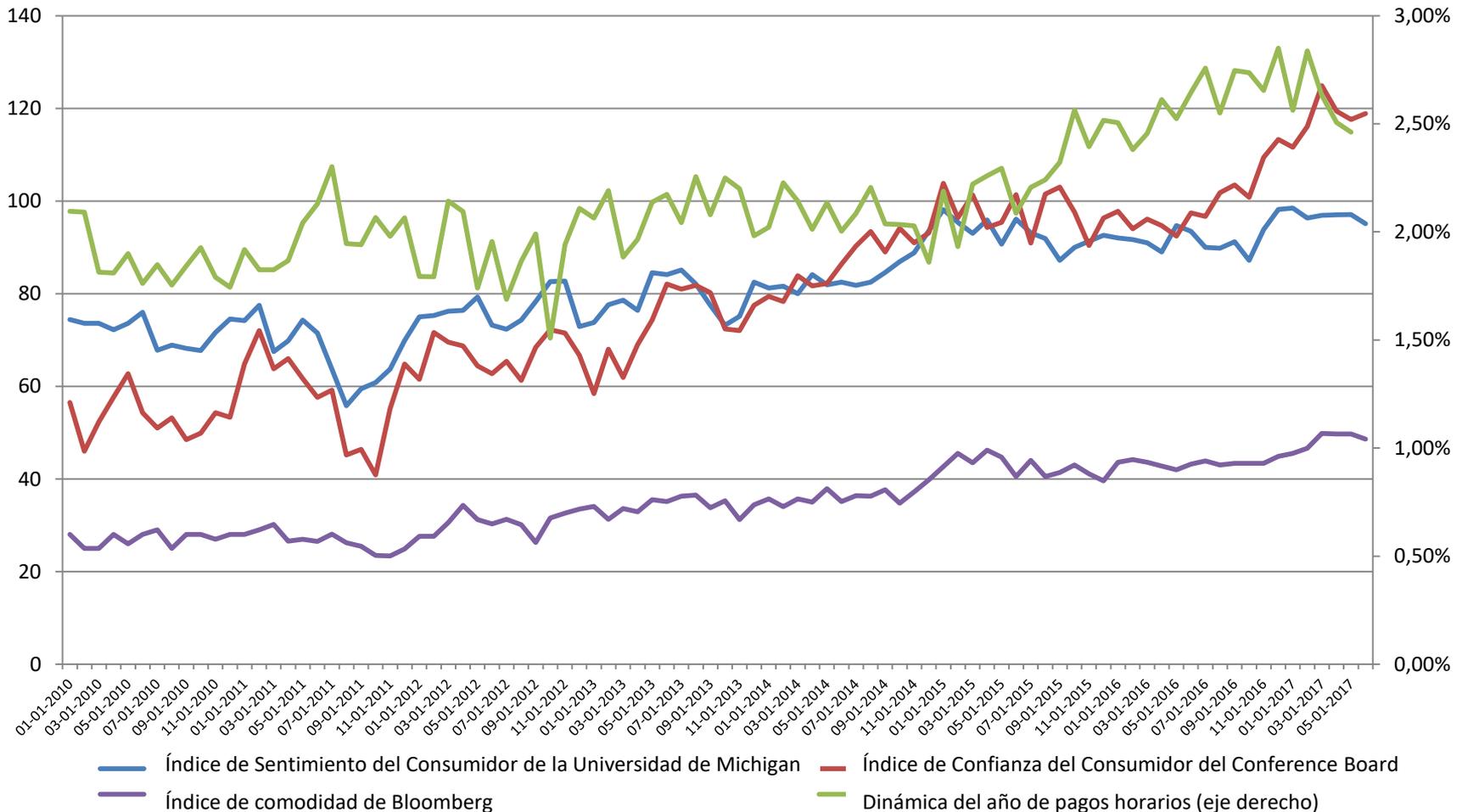
Indicadores de la inflación vs expectativas de la inflación en los EE.UU.



Fuente: Bloomberg.

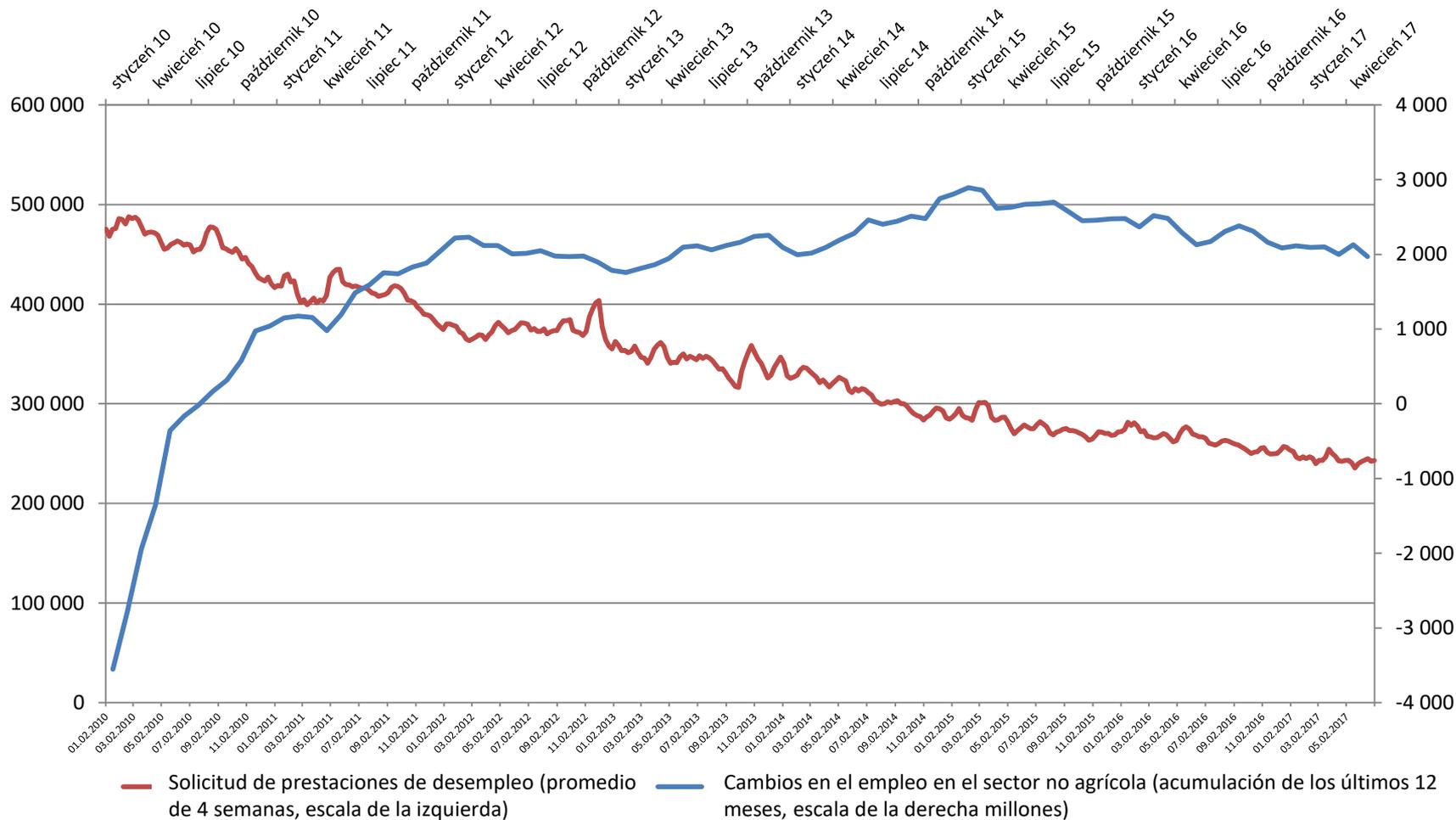
Índices de la confianza de los consumidores vs dinámica de los salarios

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

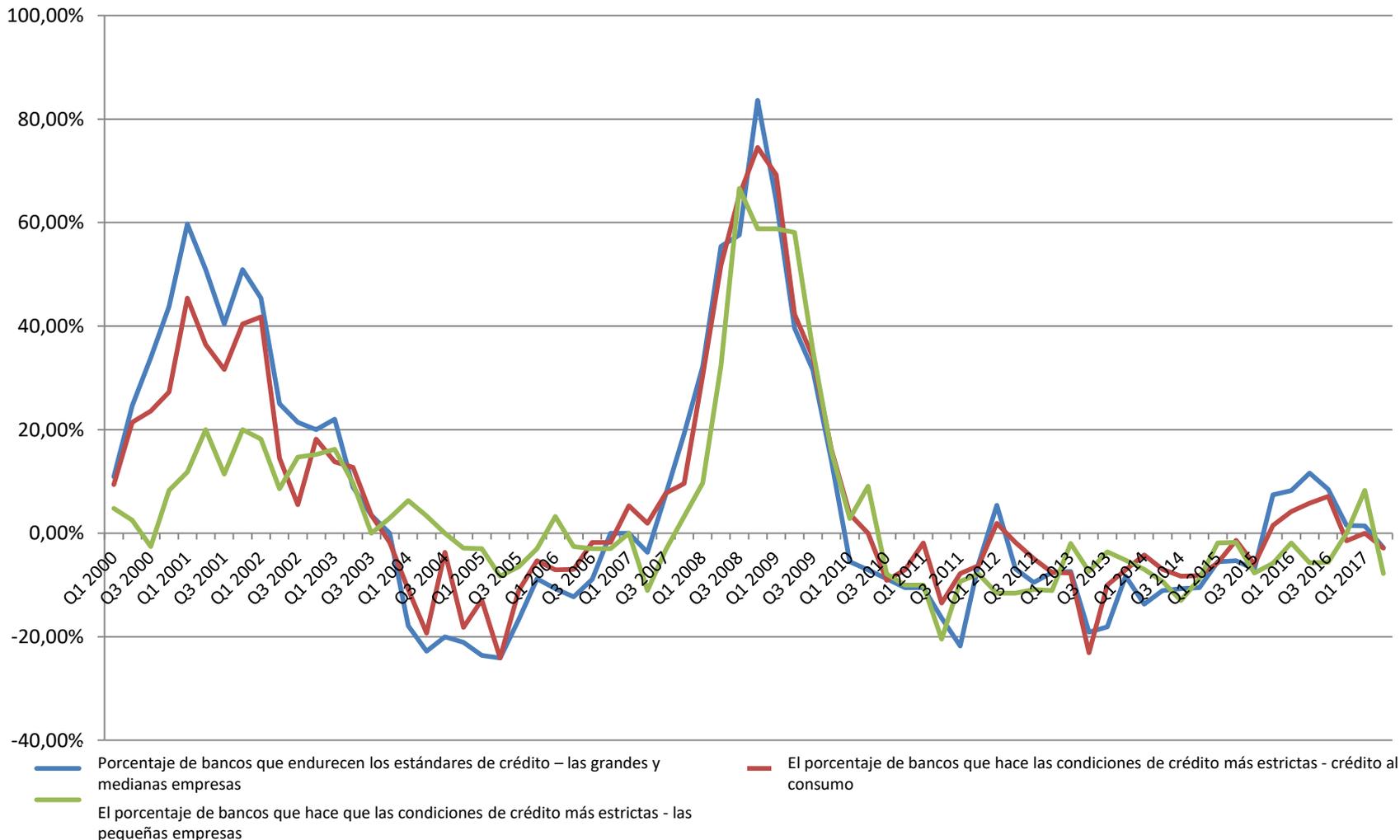


Mercado del trabajo en los EE.UU.

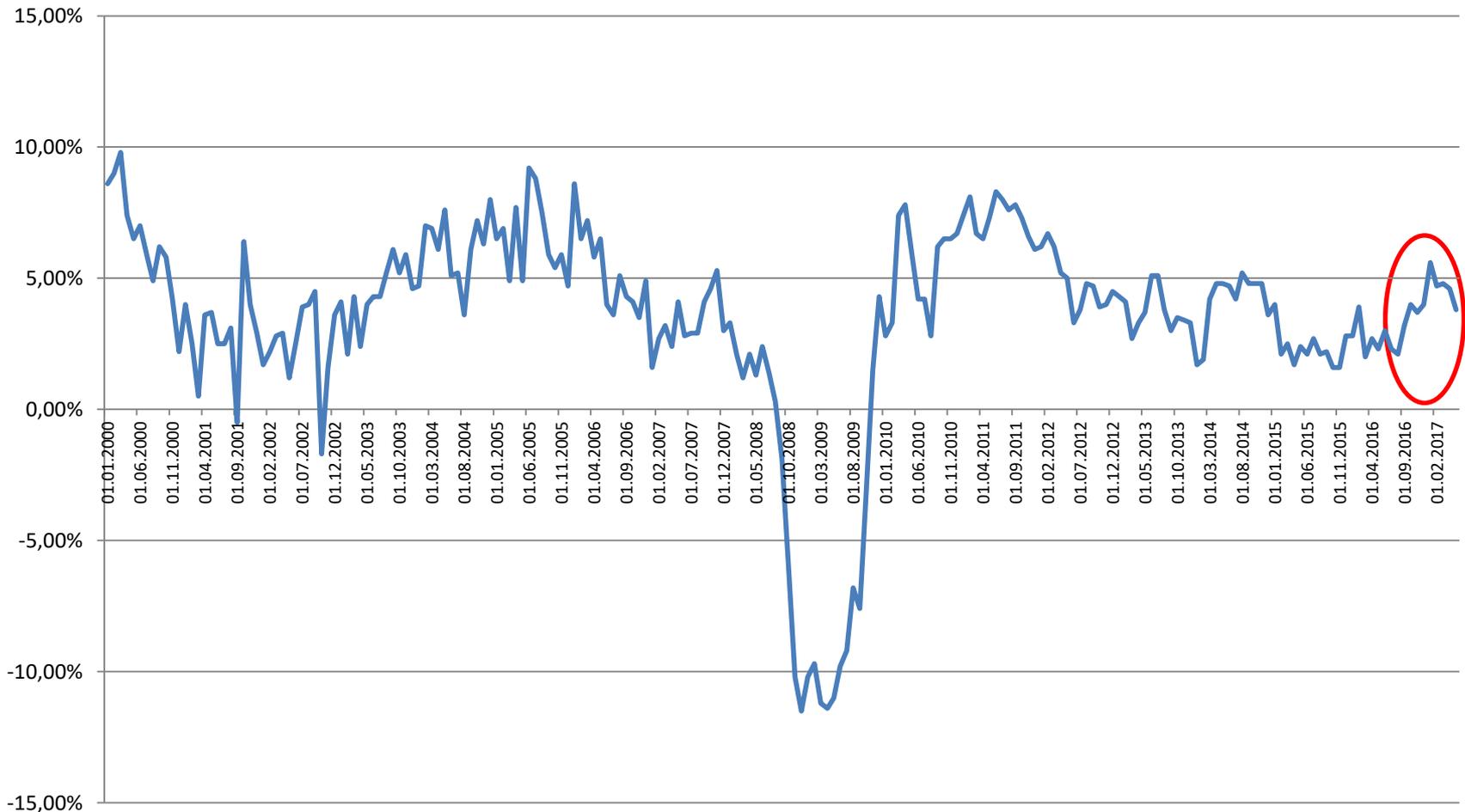
Fuente: Bloomberg.



Condiciones del otorgamiento de créditos en los EE.UU.

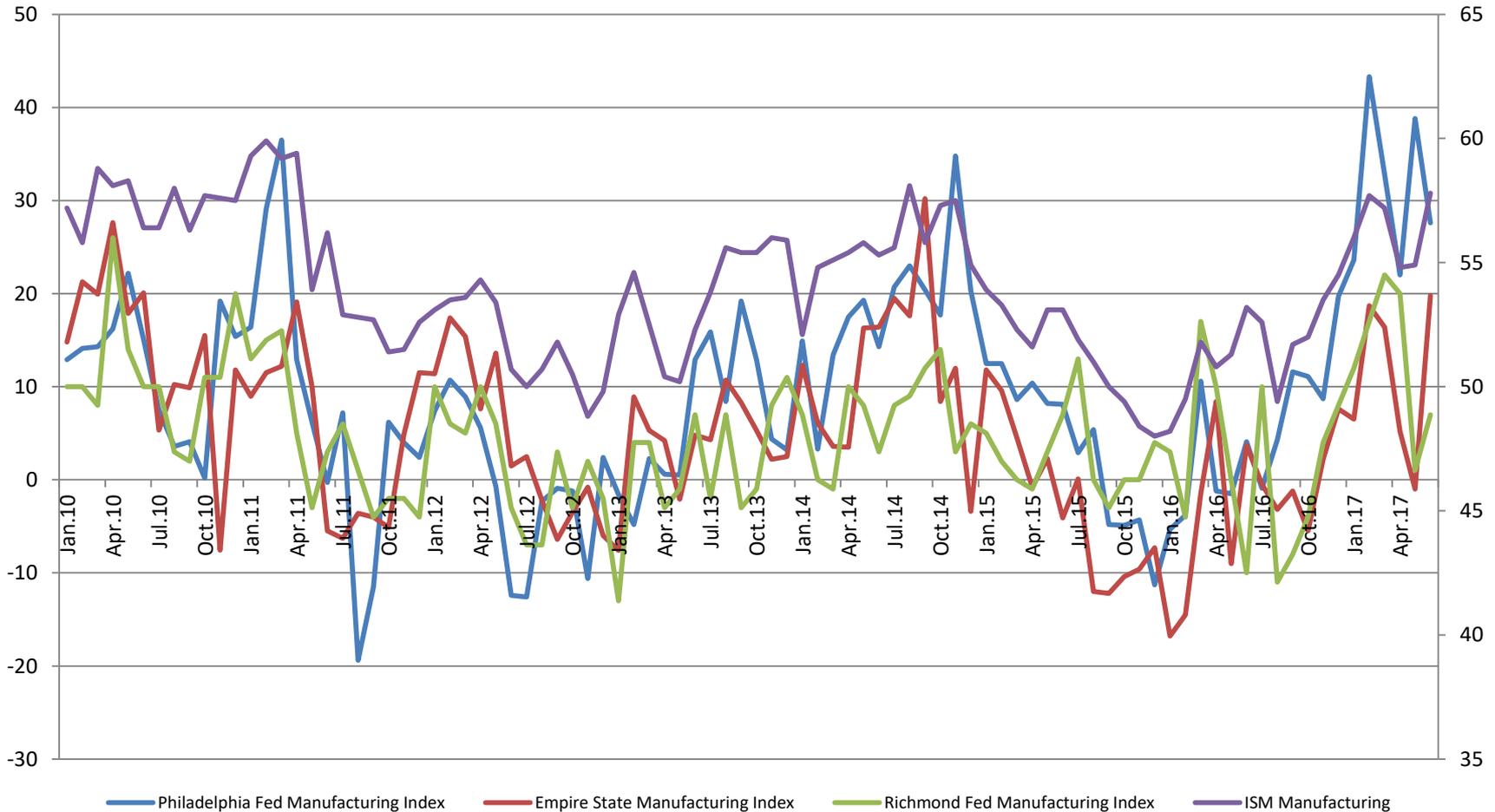


Dinámica anual de la venta al por menor en los EE.UU.



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

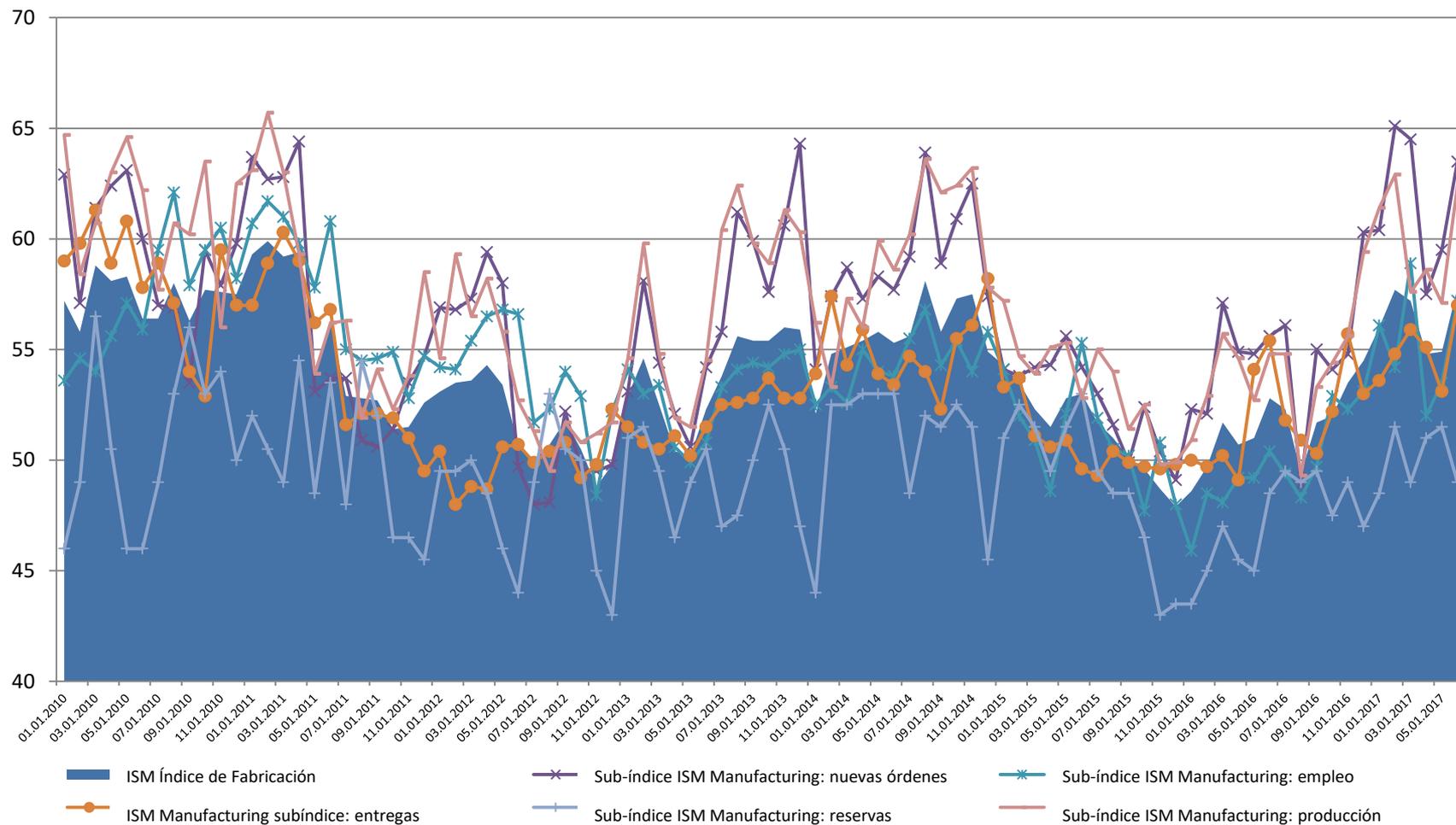
ISM Manufacturing e índices regionales



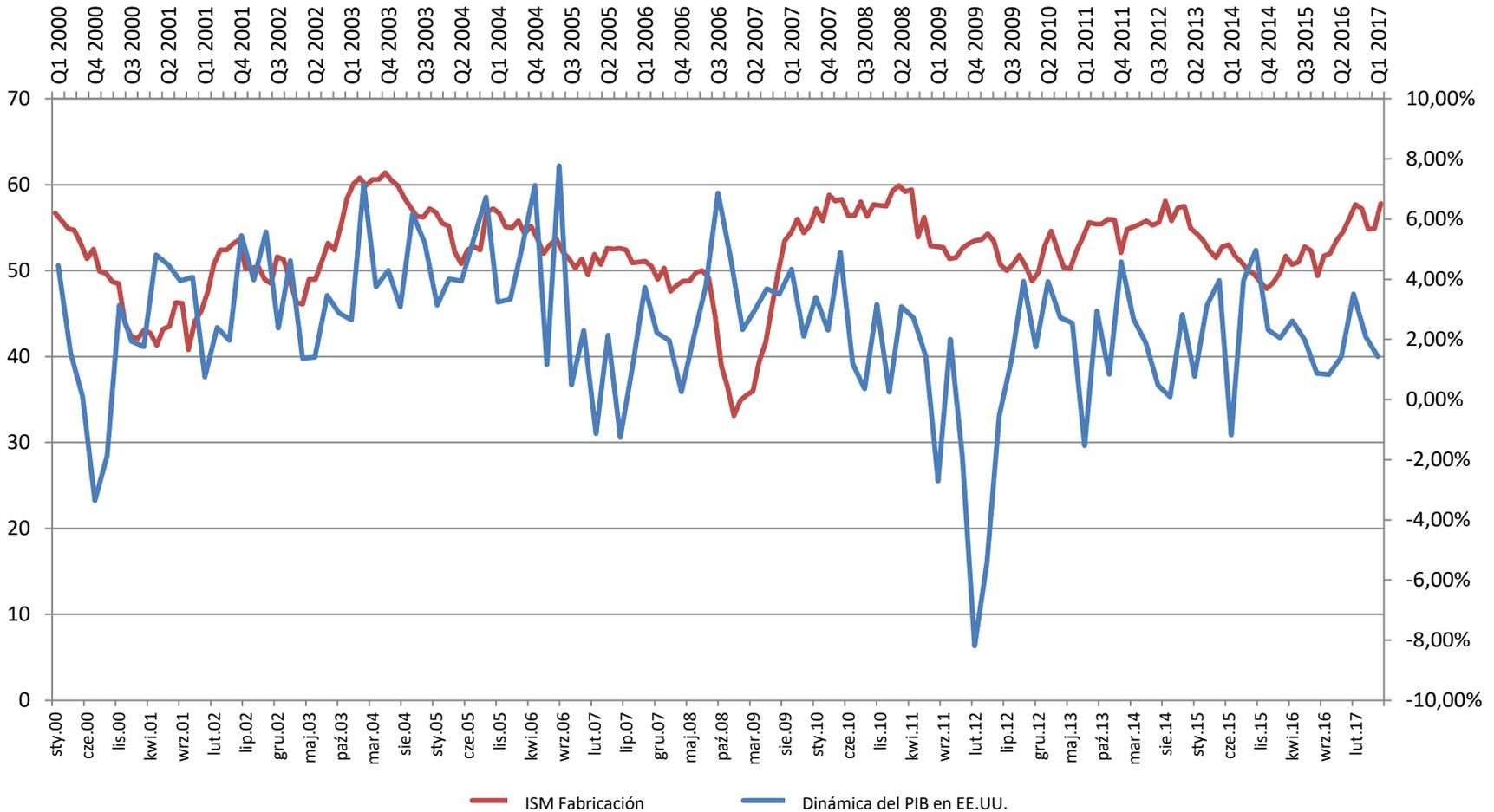
Fuente: Bloomberg.

Índice ISM Manufacturing y su descomposición

Fuente: Bloomberg.



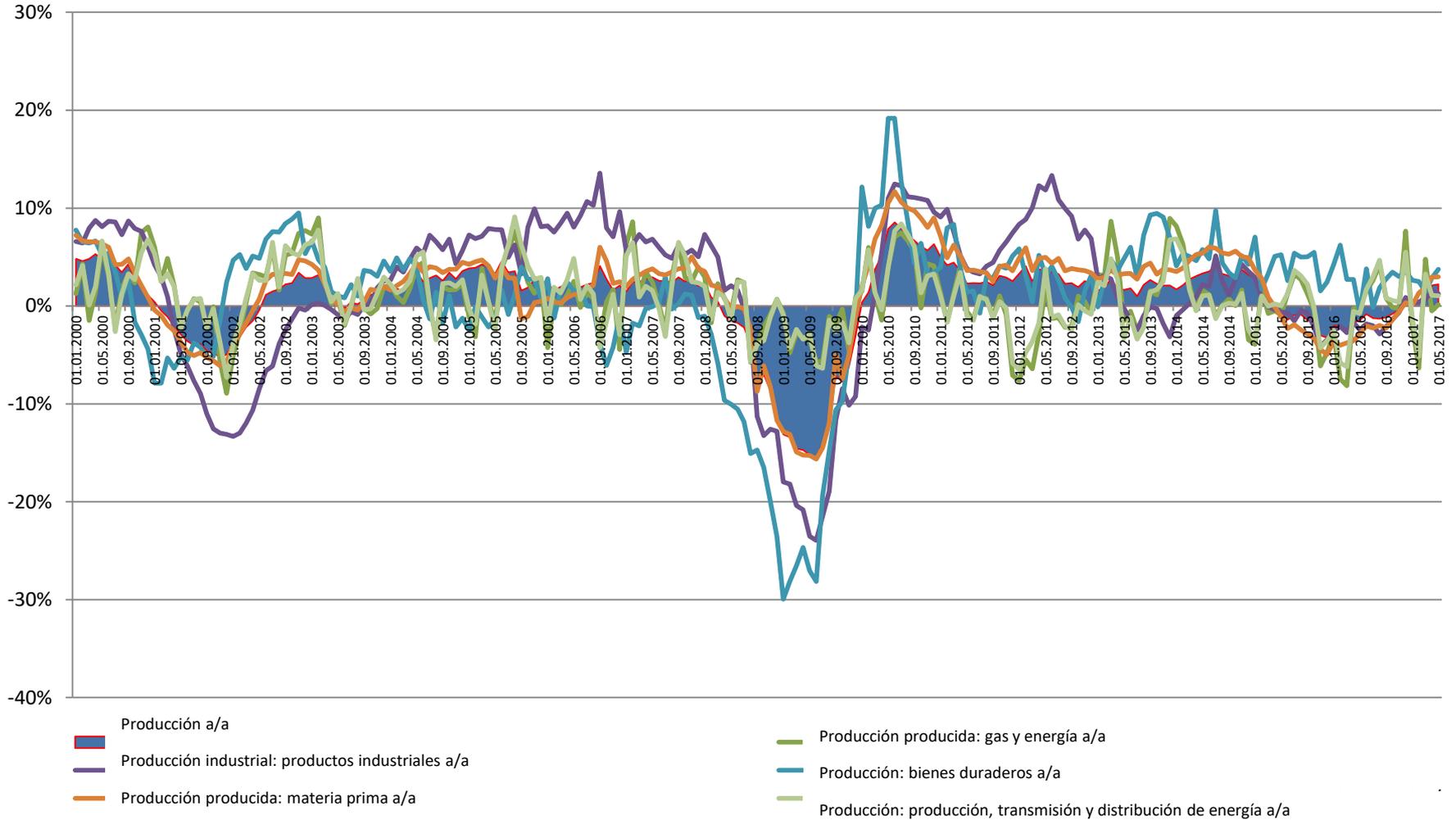
ISM manufacturing vs dinámica del PIB



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

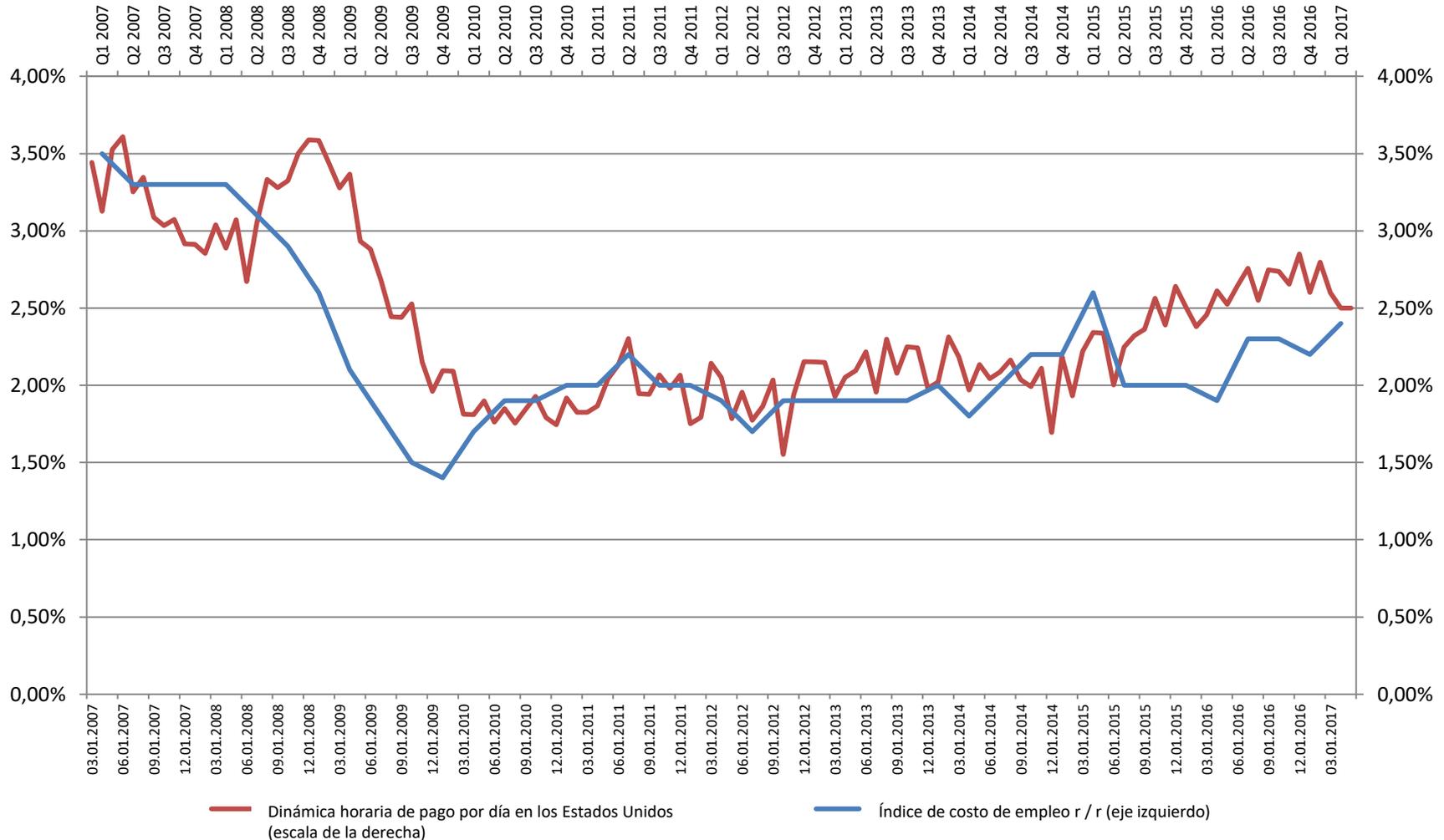
Fuente: Bloomberg.

Producción industrial y algunos subíndices sectoriales

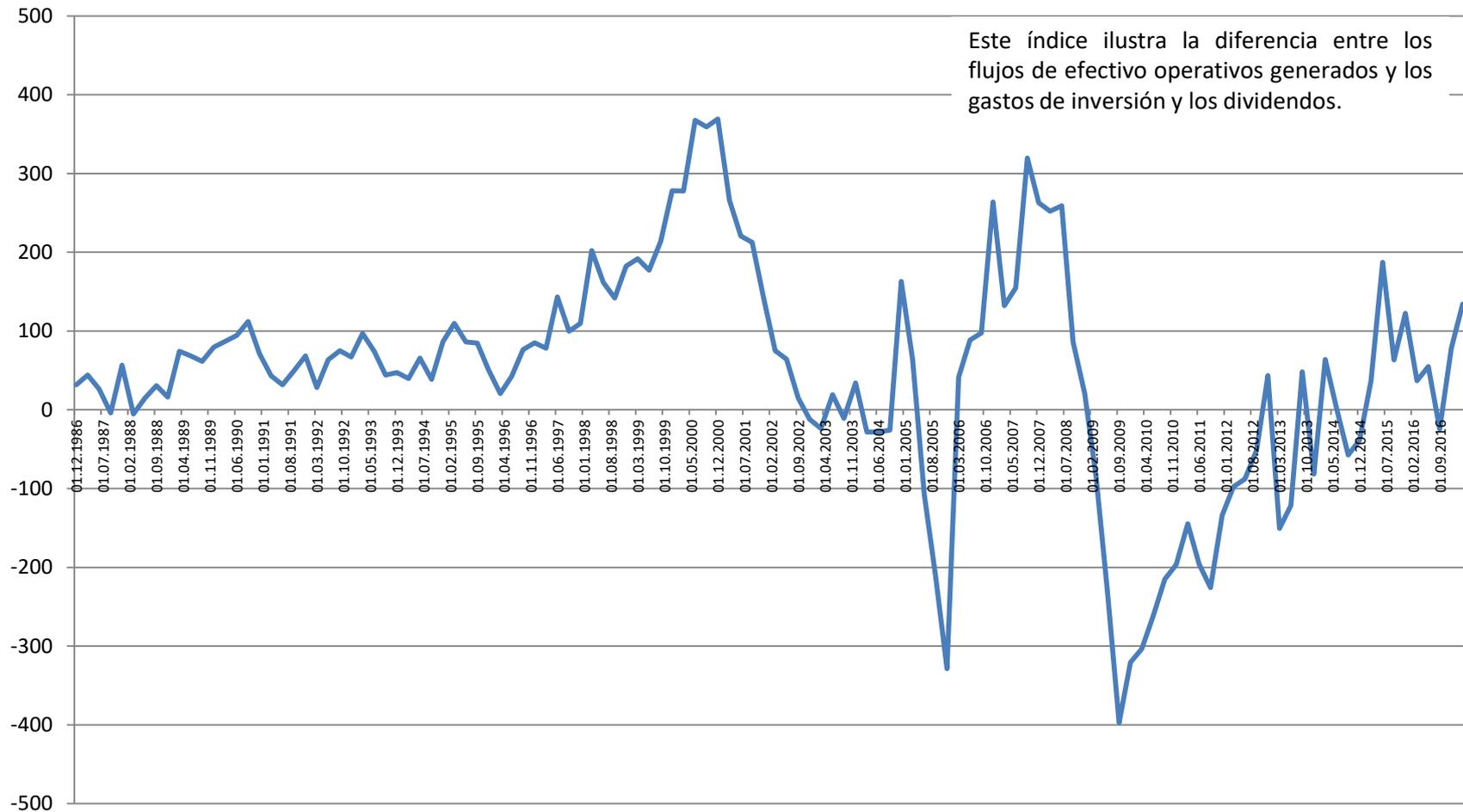


Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Costes del trabajo en los EE.UU.



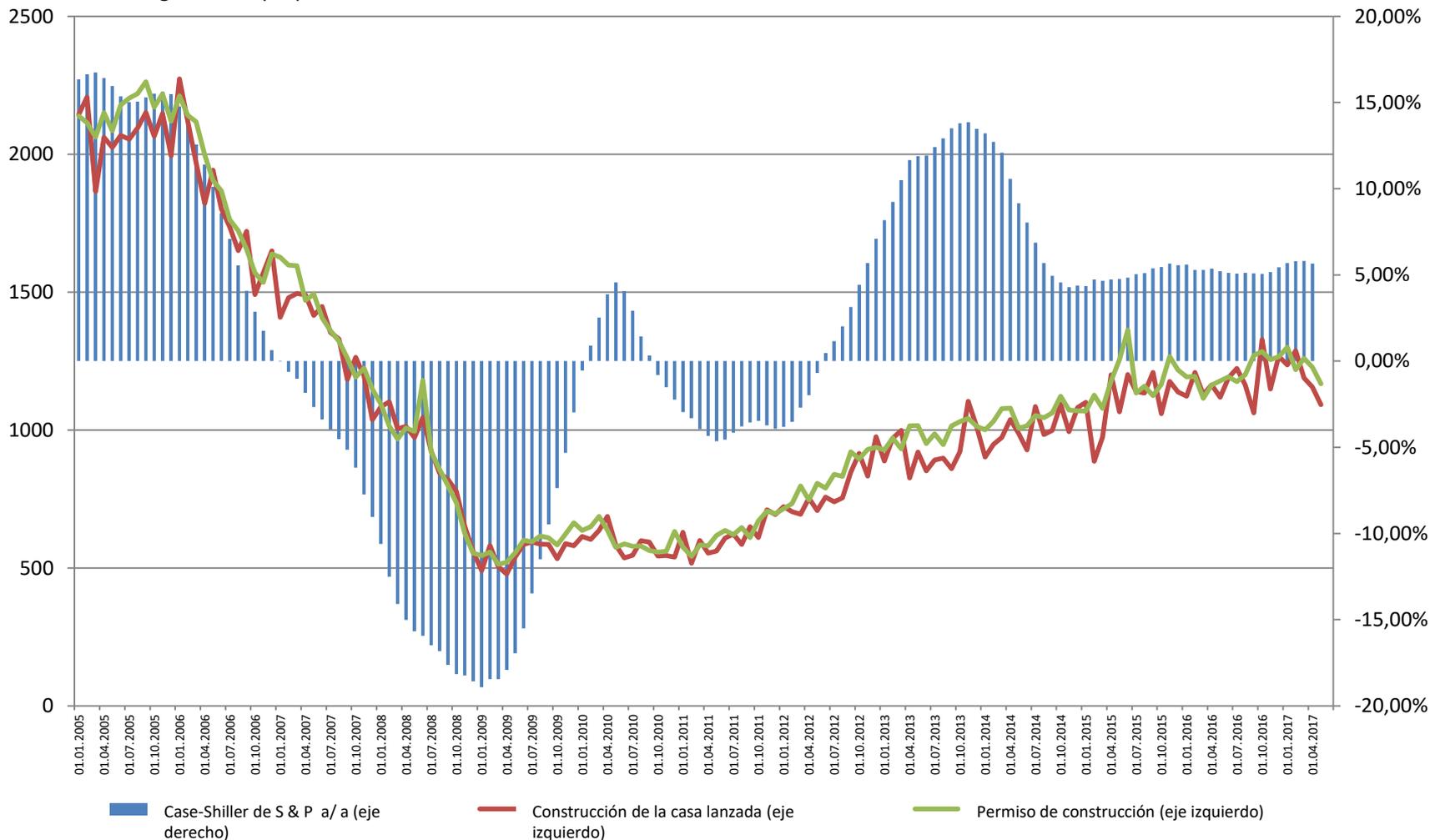
Laguna de la financiación en las empresas estadounidenses



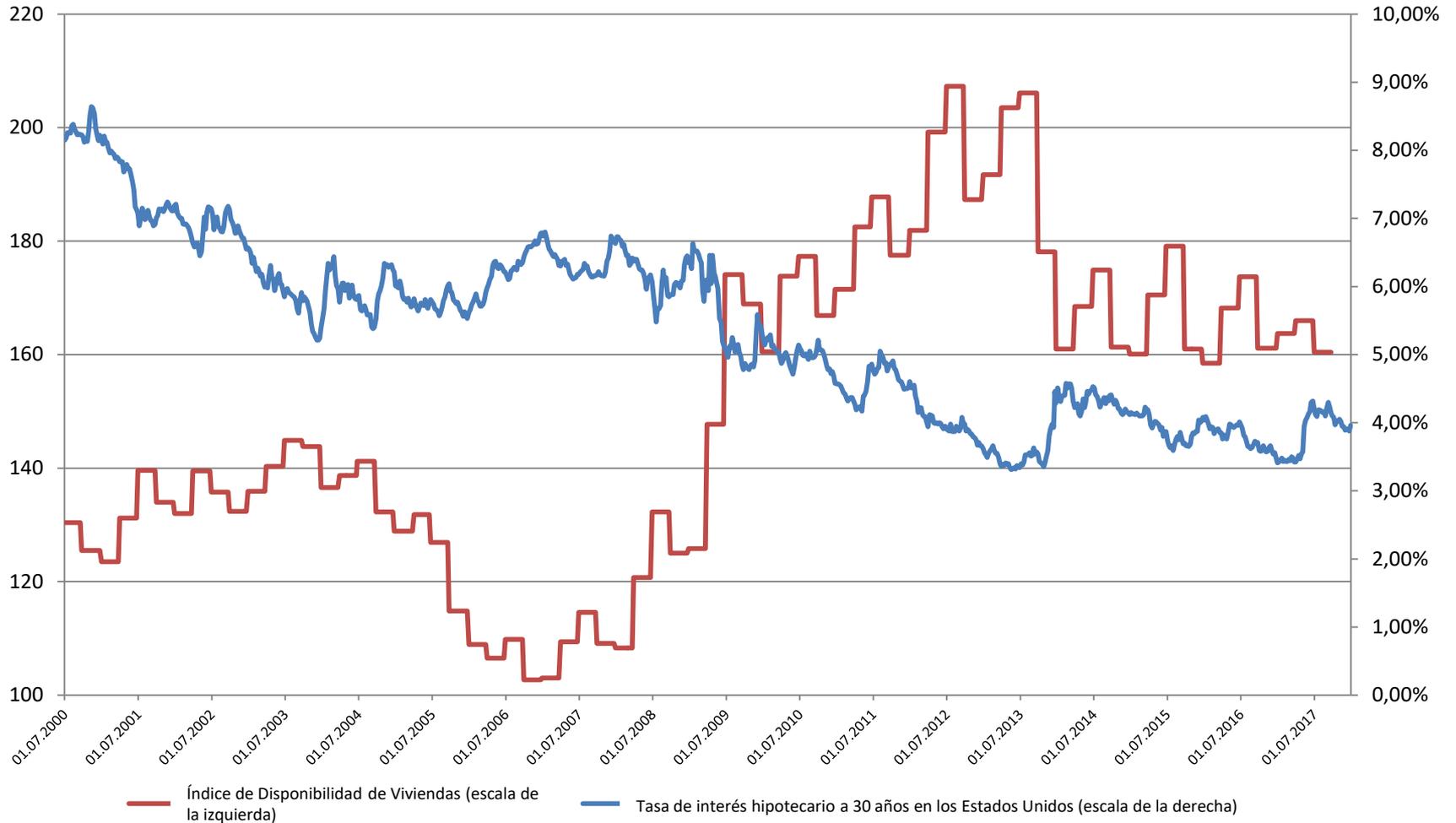
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Mercado de los inmuebles en los EE.UU.

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

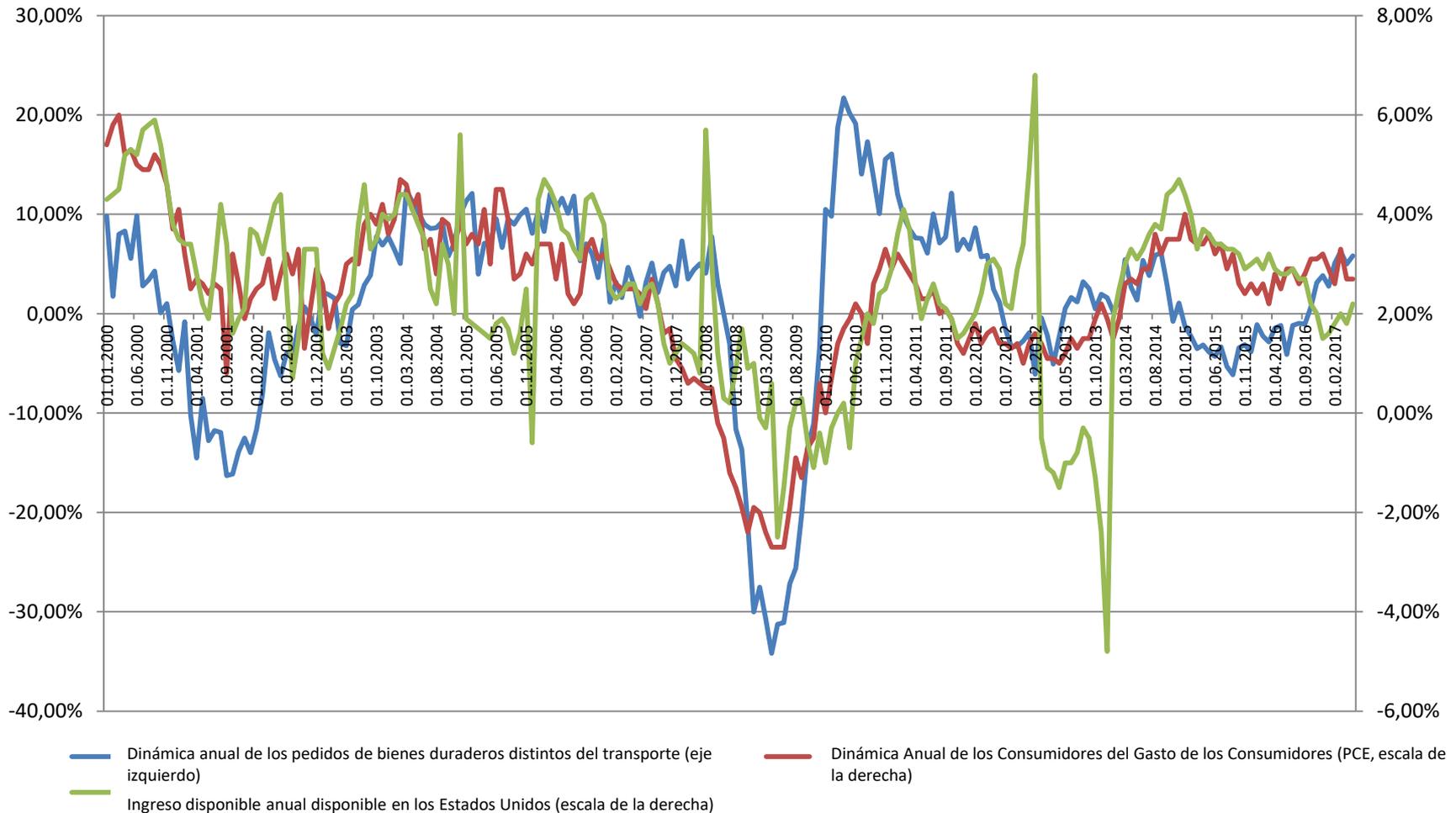


Mercado de los inmuebles en los EE.UU.



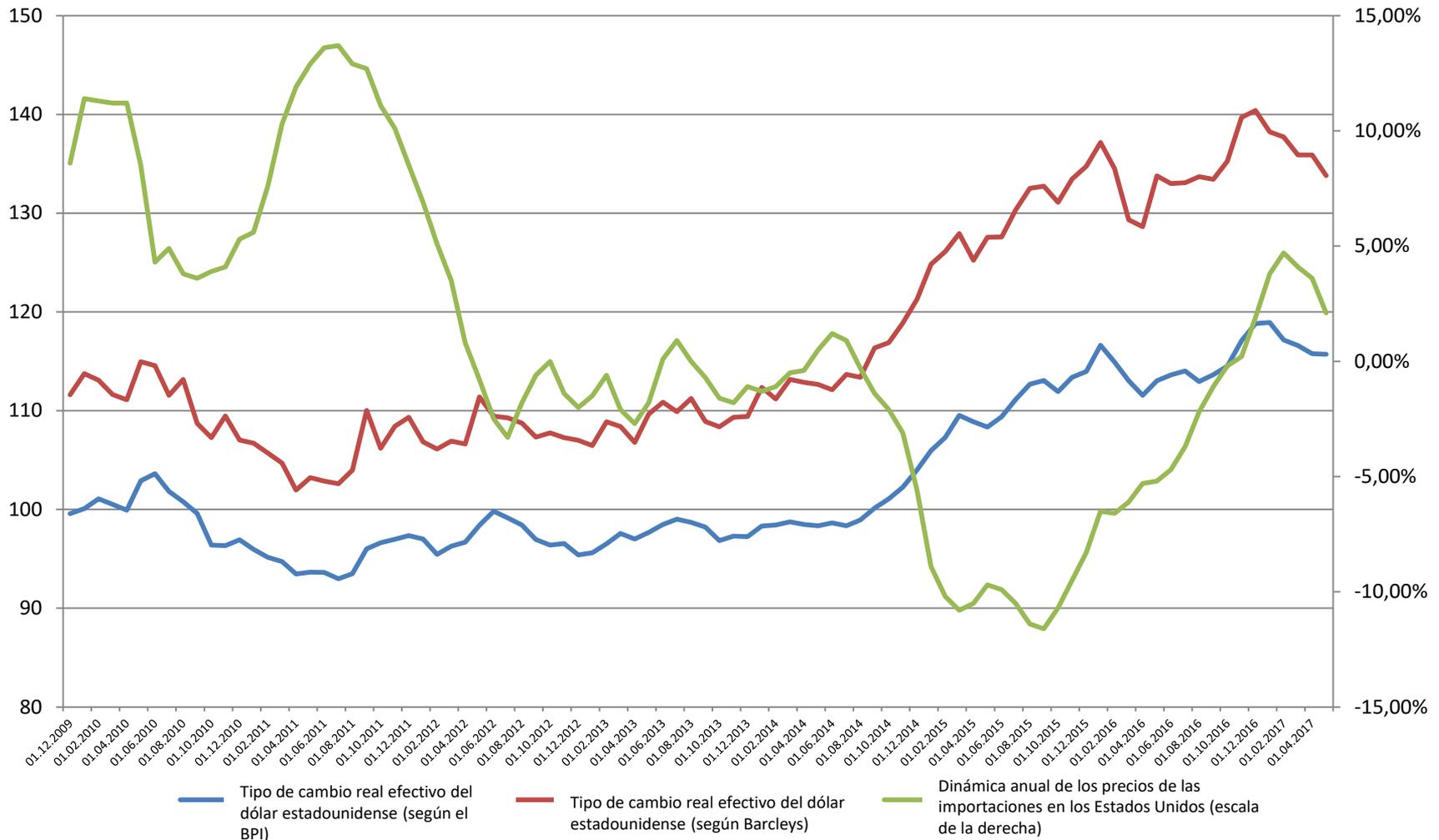
Pedidos de los bienes duraderos vs situación del consumidor

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

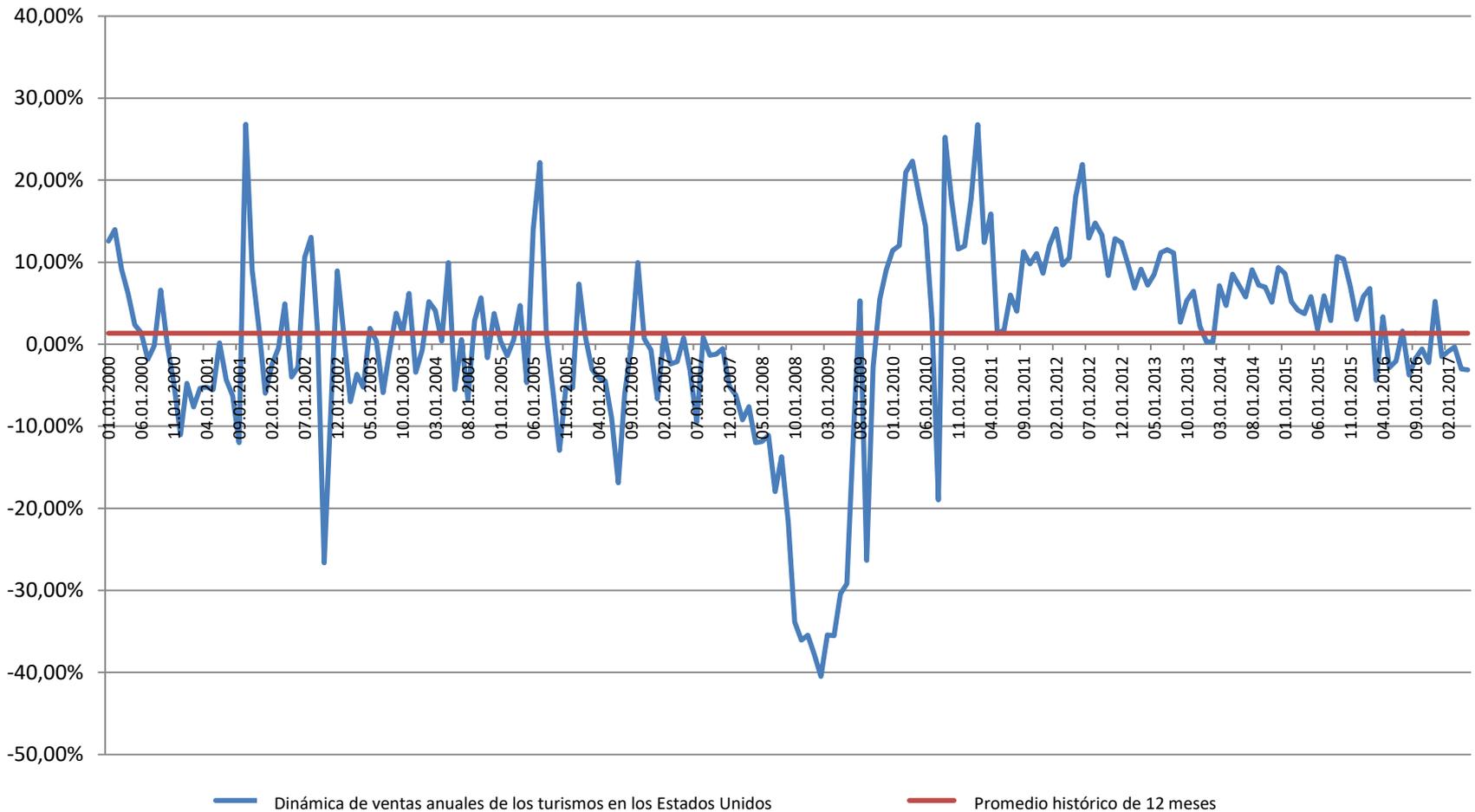


Fuerza del dólar estadounidense vs precios en la importación

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

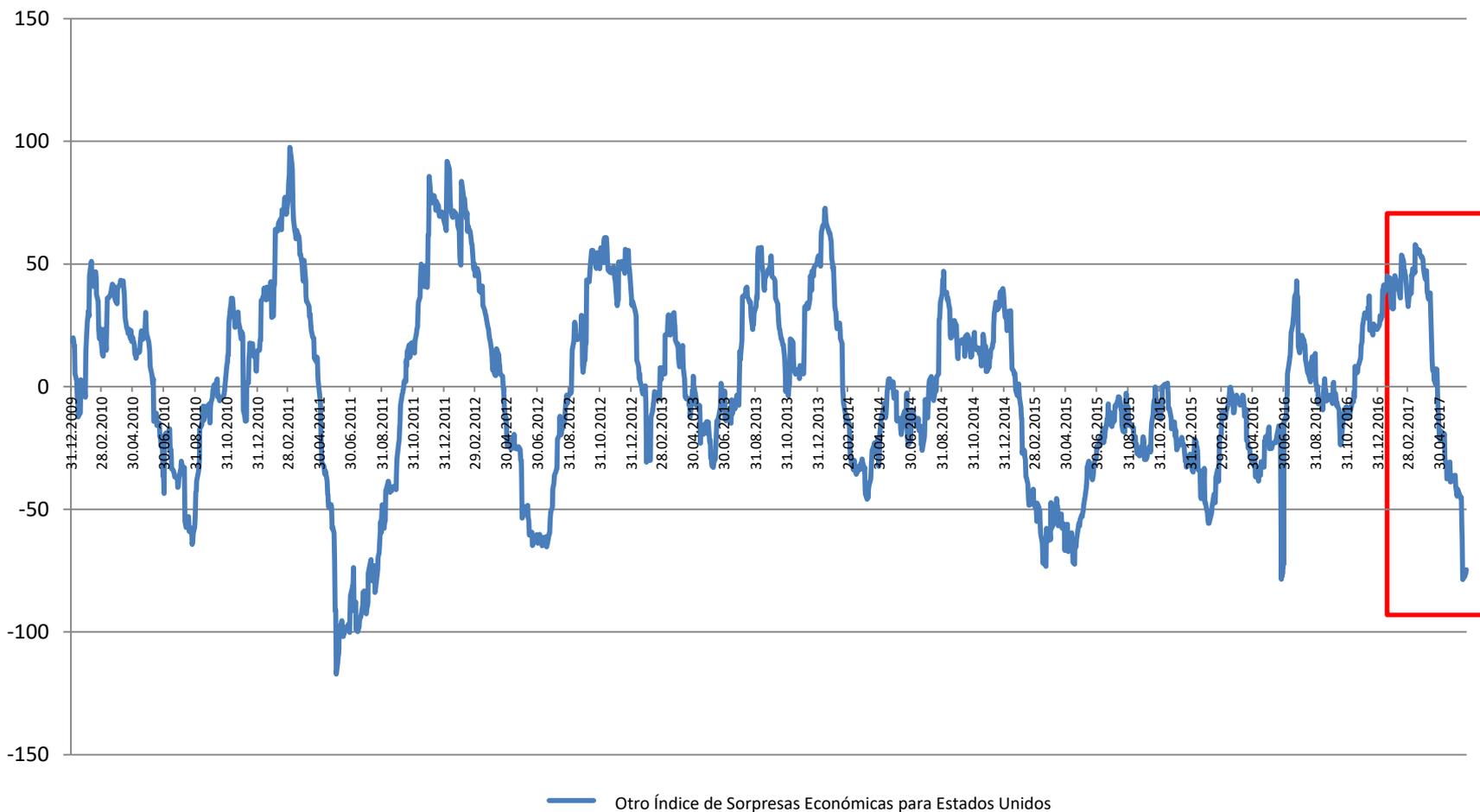


Venta de los coches turismo en los EE.UU.



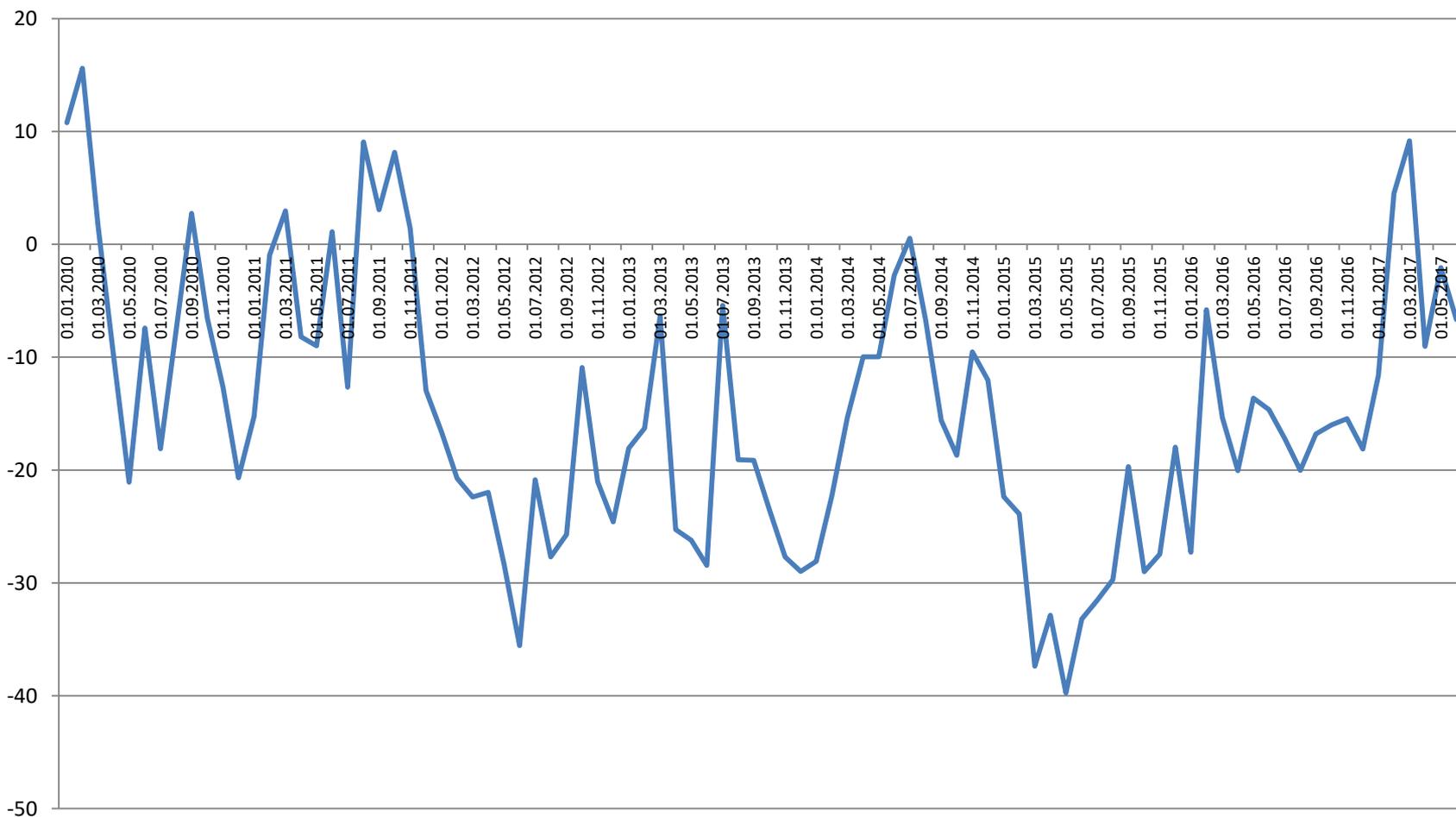
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Índice Citi Economic Surprise para los EE.UU.



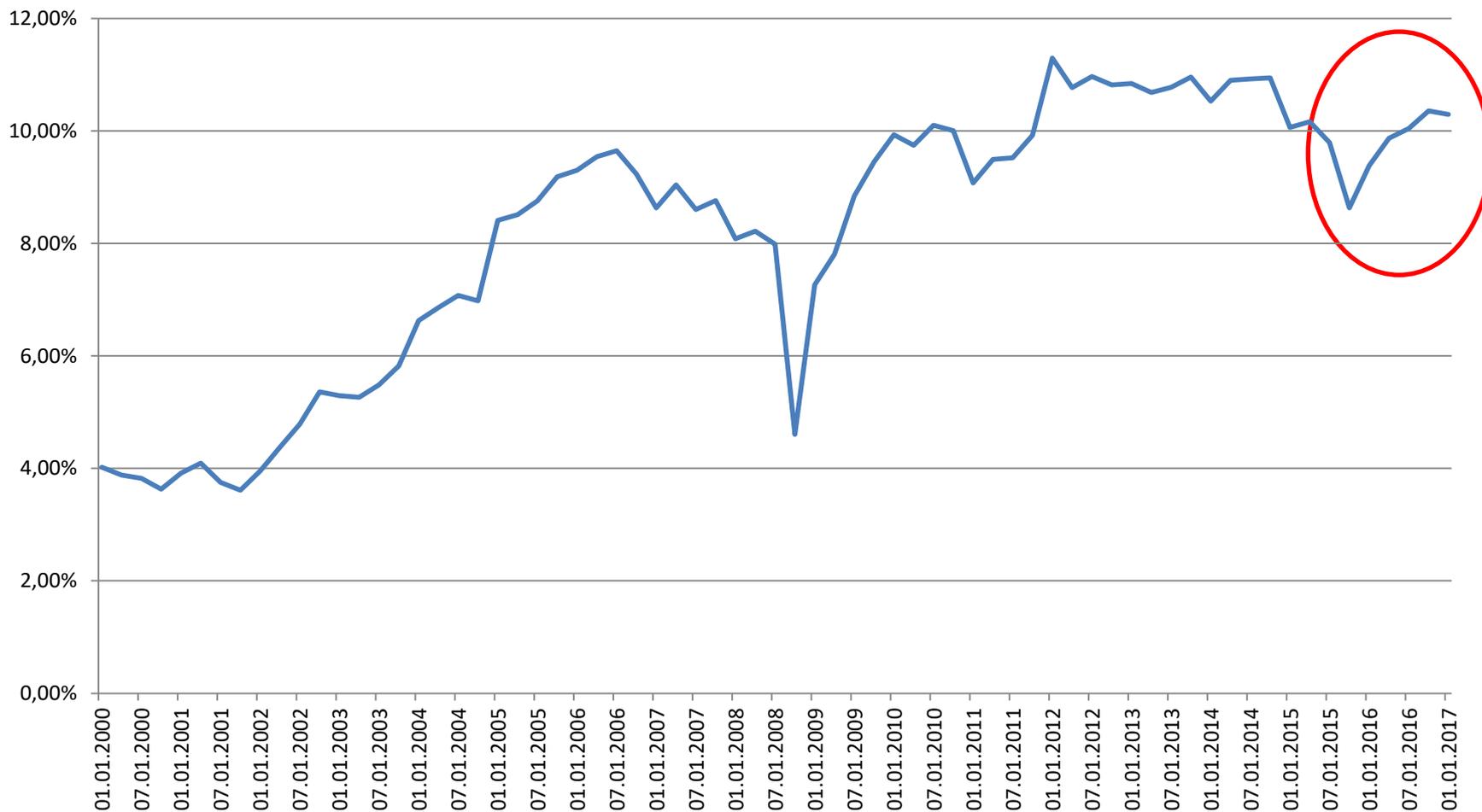
Fuente: Bloomberg

Citi Inflation Surprise Index – los EE.UU.



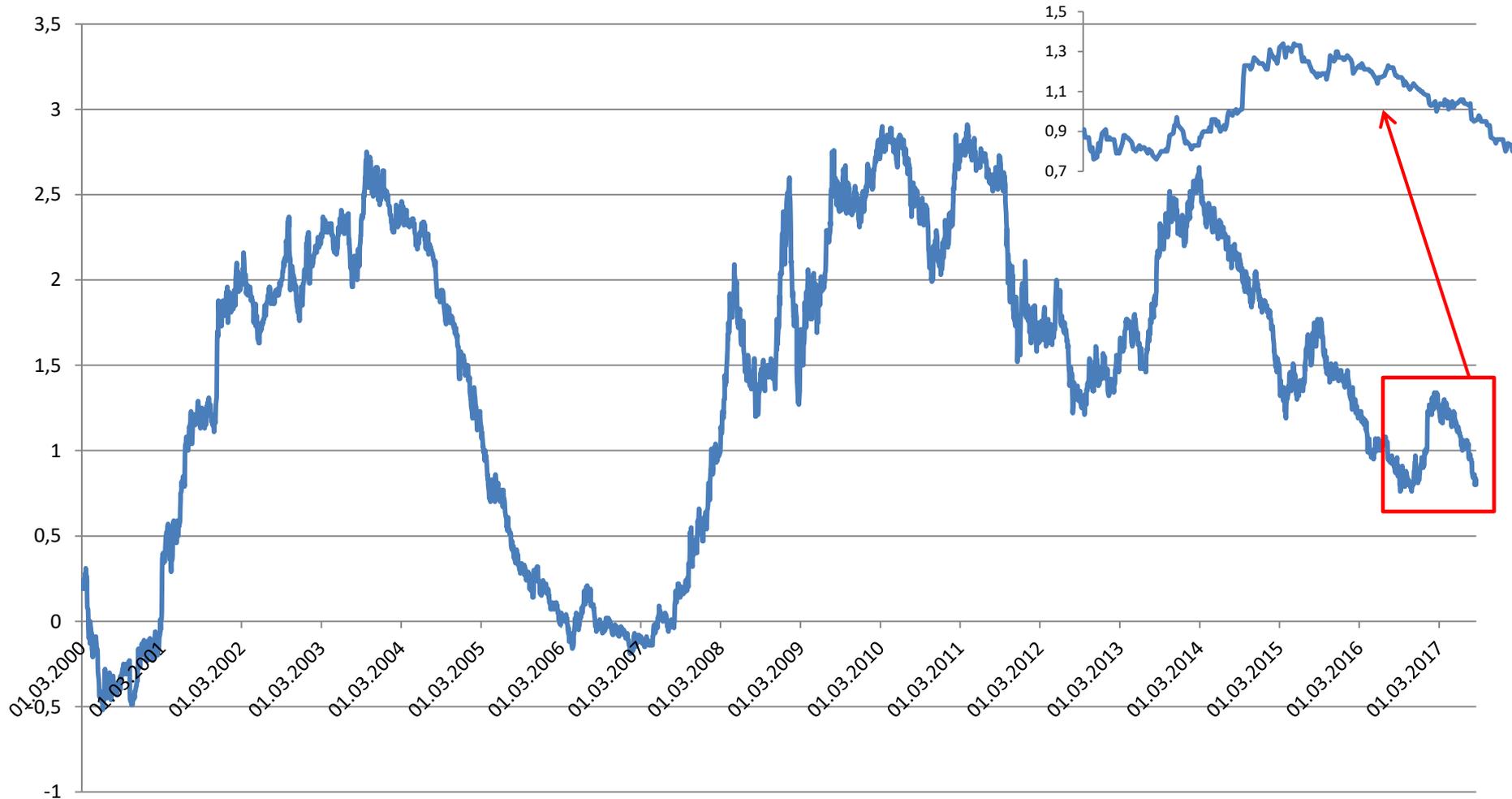
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Ganancias netas de las empresas estadounidenses vs PIB



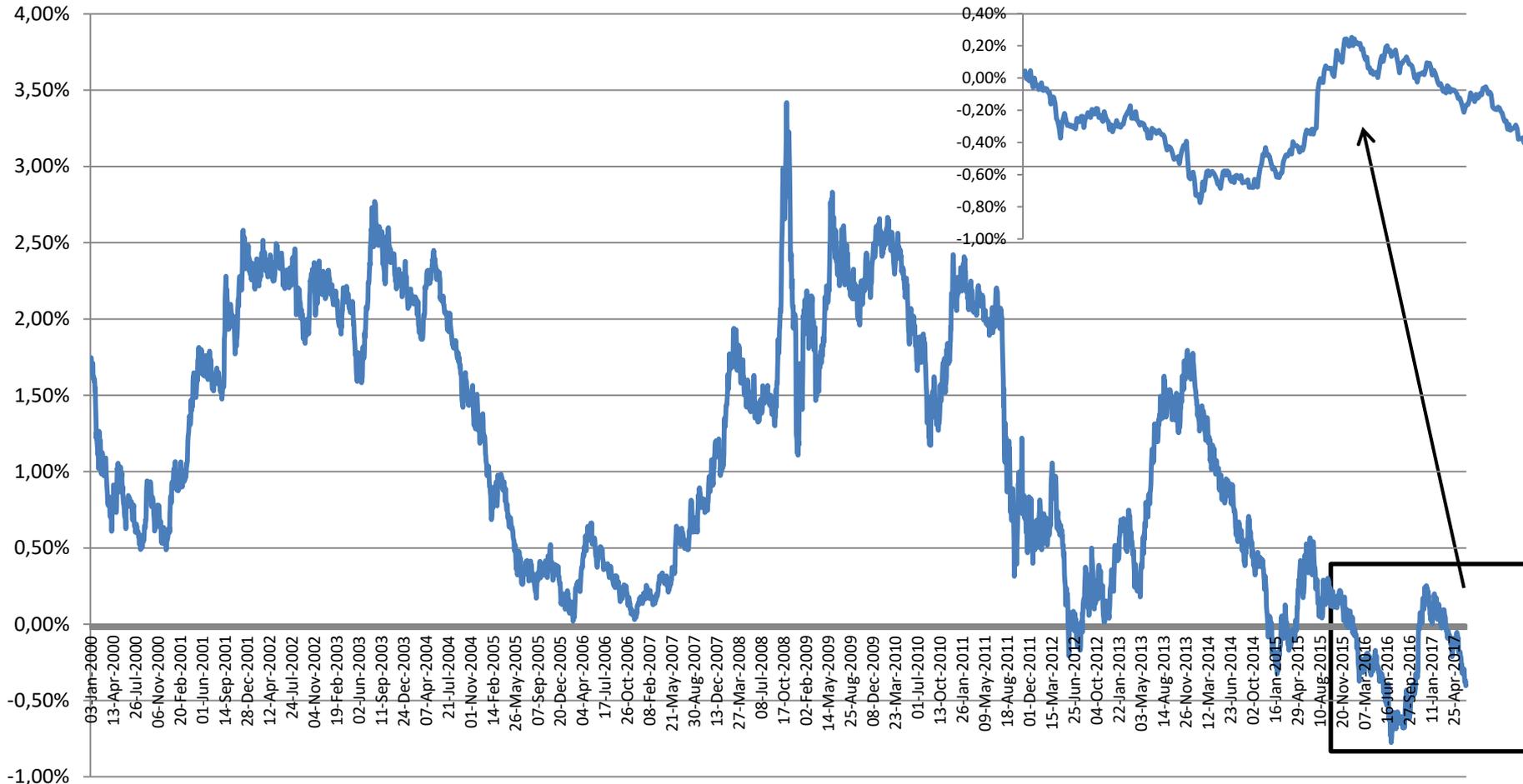
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Spread de la rentabilidad de los bonos de 10 años y de 2 años



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Prima por el cumplimiento del plazo para los bonos estadounidenses de 10 años (modelo ACM*)



Fuente: Federal Reserve Bank of New York, datos al 23/06/2017.

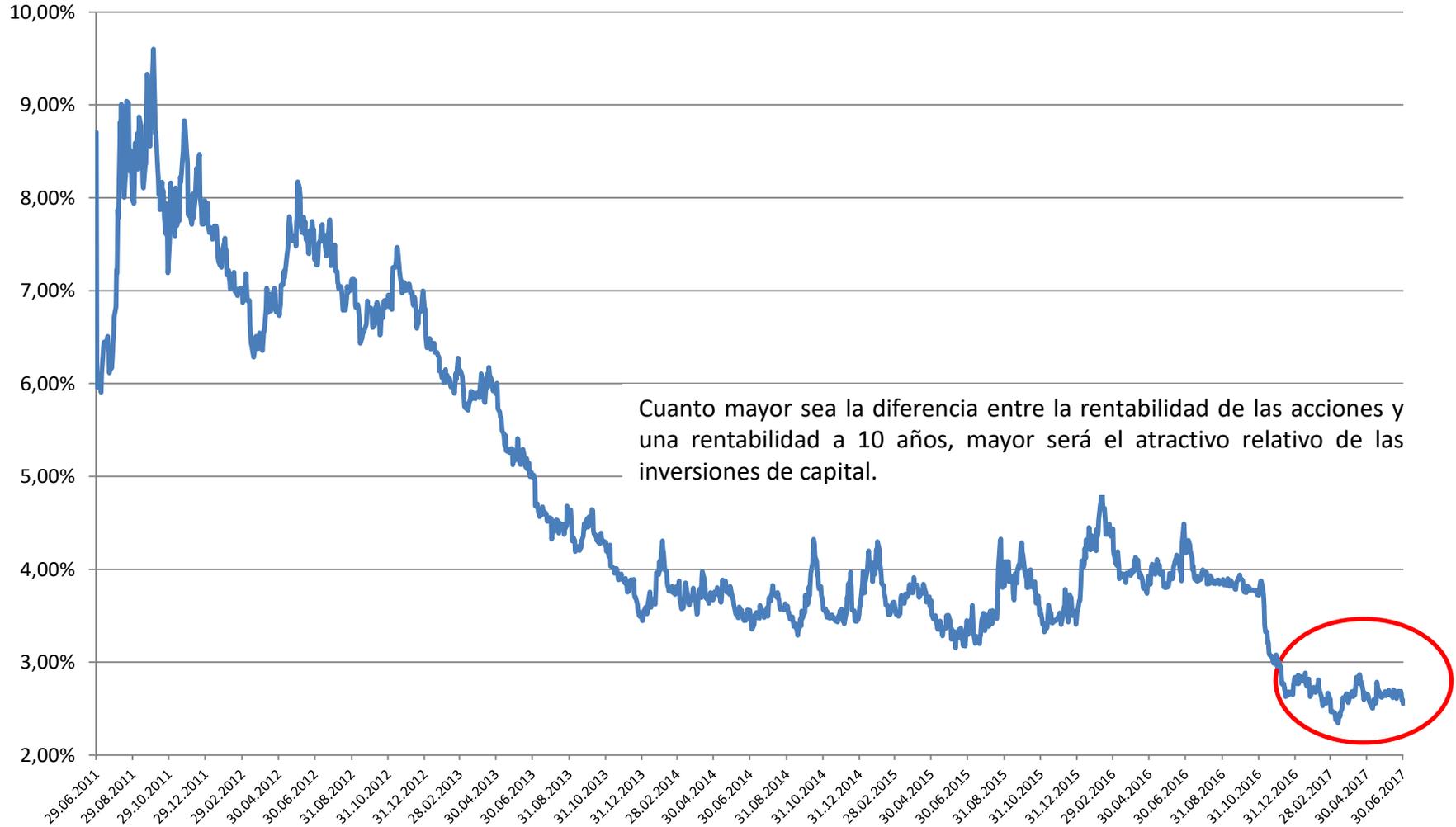
*Modelo de Adrian, Crump y Moench.

Prima por el cumplimiento del plazo para los bonos estadounidenses de 10 años (modelo ACM)

El modelo ACM estima la prima por el cumplimiento del plazo para los bonos gubernamentales estadounidenses de 10 años. Esta prima es para los inversores una compensación por el riesgo asumido de una formación diferente de las tasas futuras de interés a corto plazo de lo que resulta de las tasas actuales a largo plazo. El valor negativo significa que los inversores “pagan” por el riesgo asumido en vez de compensarlo. Históricamente es una anomalía que durante los últimos meses puede ser causada por algunos factores:

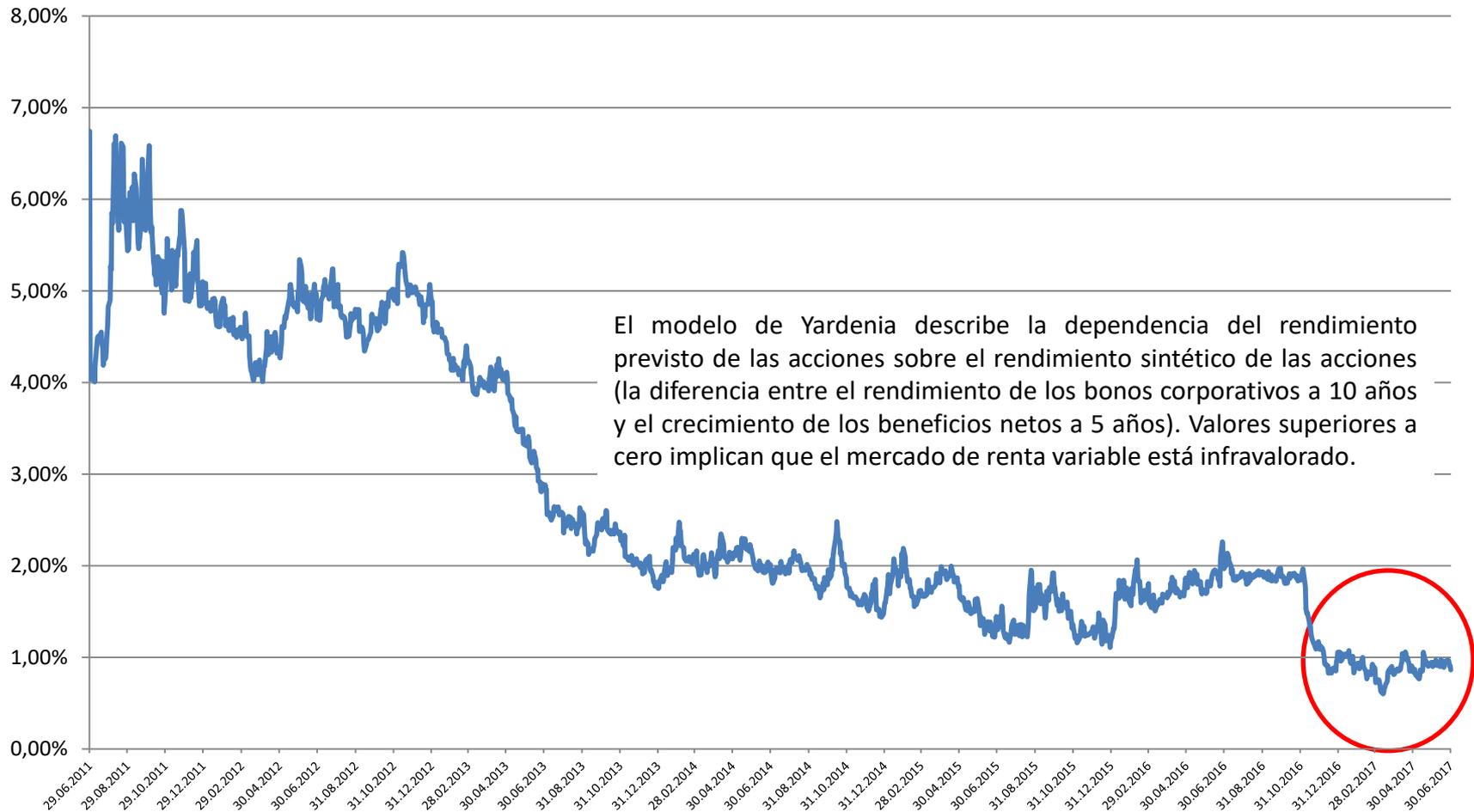
1. Reinversión por Fed de los cupones de los bonos mantenidos.
2. La perspectiva del aumento de la rentabilidad en los EE.UU. y la divergencia de las políticas monetarias de ECB y BoJ aumenta los aflujos desde el extranjero hacia el mercado de los bonos.
3. Los trastornos en el mercado de las acciones, tan frecuentes los últimos años, sistemáticamente “empujan” a una parte de los inversores hacia el mercado de la deuda gubernamental estadounidense.
4. Los aflujos de los que se habla arriba no necesariamente tienen que ser históricamente altos porque más del 60% de la oferta de los bonos de más de 10 años hasta el vencimiento está “en el balance” de Fed.

Modelo Fed



Fuente: Bloomberg, datos para S&P 500, cálculos propios.

Modelo de Yardeni



Fuente: Bloomberg, datos para S&P 500 y BofA Merrill Lynch US Corporate 7-10 Year Effective Yield, cálculos propios.

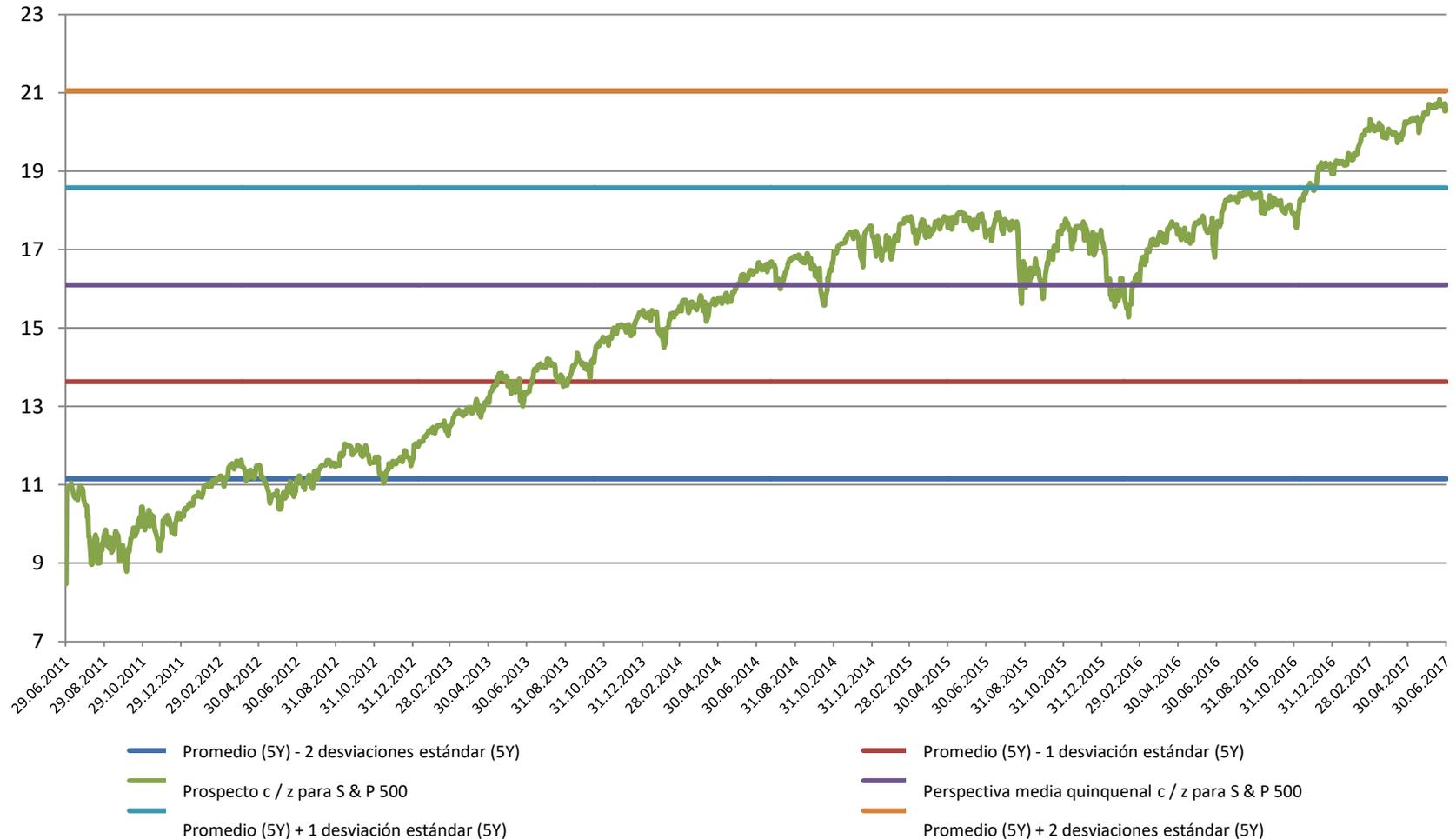
Spread del índice BofA Merrill L0ynch US High Yield Effective Yield y la rentabilidad de los bonos estadounidenses de 10 años



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

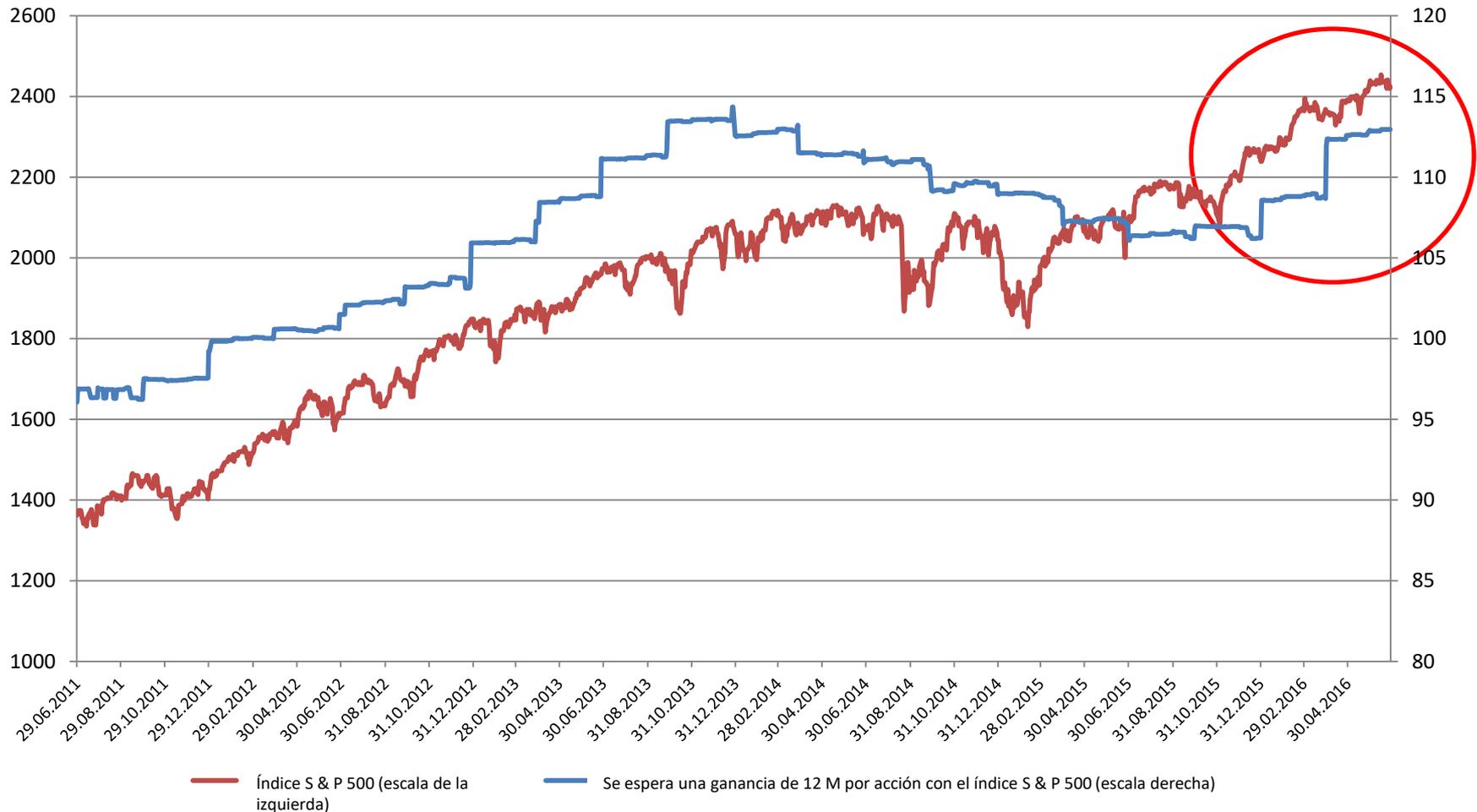
S&P 500 vs beneficio esperado de una acción en 12 meses

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.



S&P 500 vs beneficio esperado de una acción en 12 meses

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.





Análisis y supuestos macroeconómicos – III trimestre de 2017
Economías desarrolladas – la zona del euro

Economías y mercados de la zona del euro – objetivos principales

1. El incremento económico en la zona del euro permanece en un nivel bueno de 1.7%-1.8% y se caracteriza por una estructura “sana”, o sea, basada en el consumo y las inversiones. Parece que la apreciación del euro en los próximos trimestres debe influir negativamente en la exportación neta cuya contribución desde hace varios trimestres permanece negativa.
2. A diferencia de los EE.UU., en Europa (salvo Alemania) tenemos una fase bastante temprana del ciclo de incremento con las dinámicas fuertes del PIB, la inflación creciente, el mercado de créditos acelerante, pero un desempleo todavía alto y un empleo bajo.
3. Según nuestro parecer, el incremento económico puede sorprender positivamente por varias razones. El consumo permanece sólido como un pilar principal del crecimiento y además debe ser apoyado por el mercado acelerante de créditos. Además, ocurre una tendencia clara del incremento de los precios de los inmuebles (especialmente en Alemania y España según los datos de Eurostat), los precios de materias primas son estables, la inflación es relativamente baja y la dinámica de los salarios permanece positiva. Además, la perspectiva del acortamiento o el cese de QE apoyará las cotizaciones del euro. Todos estos factores deben actuar del modo estimulante para los consumidores en Europa, especialmente en Alemania y los países centrales. En el sur de Europa el problema sigue siendo una tasa alta del desempleo.
4. Unas indicaciones muy fuertes vienen de los datos de los índices PMI, especialmente industriales. Sin embargo, vale la pena fijar la atención en que esto es parcialmente causado por los subíndices de costo fuertemente crecientes, y por otra parte de los efectos de base. Es decir, estos índices durante muchos trimestres permanecían alrededor de 50 puntos y una cierta animación real en la economía despertó un optimismo bastante grande. Todo esto tiene que confirmarse con los datos atrasados sobre los pedidos y la producción real.

Economías y mercados de la zona del euro *ospodarki i rynki strefy euro – główne założenia*

4. Además, esperamos una aceleración posible de las inversiones en atención a la implementación de una nueva perspectiva de la UE y el plan de Juncker. Es difícil de evaluar la escala de los efectos multiplicadores de ambas fuentes, pero parece que los mercados pueden subestimarlos porque la atención está fijada en la política fiscal de los EE.UU. y no la UE.
5. En lo que se refiere a la política monetaria, no suponemos el acortamiento de QE (oficialmente ha de durar hasta finales de 2017 en el ritmo de 60 mil millones de euros mensualmente). Parece que Mario Draghi y EBC no estarán dispuestos a hacer caer esta herramienta de su mano, hasta que no veamos una aceleración evidente en los datos macroeconómicos atrasados. Además, la era del euro débil fuertemente apoya muchas economías y su fortalecimiento no está a favor ante todo de los alemanes.
6. Sin embargo, muchas confusiones causaron las palabras de Draghi pronunciadas en junio que los factores deflacionarios se habían sustituido por los reflacionarios, lo que fue ampliamente entendido como un presagio del final de QE en Europa. Estas palabras fueron posteriormente neutralizadas por los miembros de EBC, pero el mensaje salió al mundo.
7. Su consecuencia es un incremento fuerte de la rentabilidad en Europa y el fortalecimiento del euro, pero existe una gran incertidumbre referente a la estabilidad de estas tendencias porque los datos macroeconómico no confirman el aceleramiento de la inflación en Europa y su dinámica persistentemente se mantiene por debajo del objetivo de 2%.

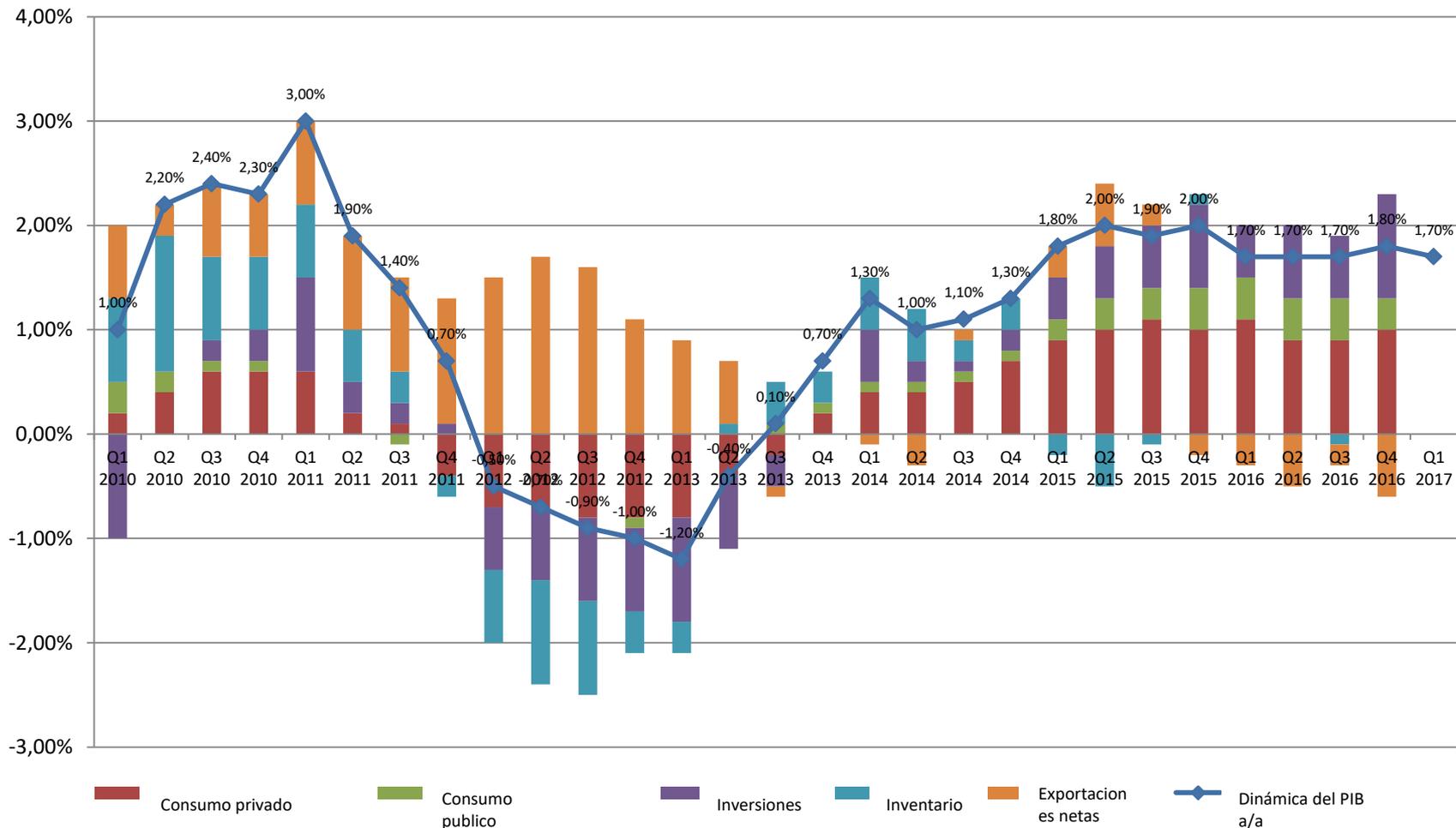
Calendario de las elecciones en 2017 en Europa

12 de febrero de 2017	la victoria de Franz-Walter Steinmeier con 73.89% votos
15 de marzo de 2017	la victoria de VVD con 21.3% (PVV Wilders con 13.1% votos)
23 de abril de 2017	I ronda de las elecciones presidenciales en Francia – la victoria de Macron
7 de mayo de 2017	II ronda de las elecciones presidenciales en Francia – la victoria de Macron
11 de junio de 2017	las elecciones para la cámara baja del parlamento en Francia – la victoria de En Marche! (el partido de Macron)
24 de septiembre de 2017	las elecciones parlamentarias en Alemania

A los inversores les quedaron en el calendario solamente las elecciones para Bundestag. Las encuestas desde los principios del año han demostrado un incremento evidente de la importancia de SPD y casi el igualamiento con CDU, pero las últimas semanas han demostrado ya una superioridad de dos dígitos de CDU. Angela Merkel con mucha probabilidad será la canciller para el siguiente mandato, lo que permitirá mover el riesgo político al segundo plan por más tiempo. Entonces, el acontecimiento político principal serán las elecciones en Italia, pero todavía no se sabe si se celebrarán del modo anticipado o ordinario (como más tarde el 15 de mayo de 2018).

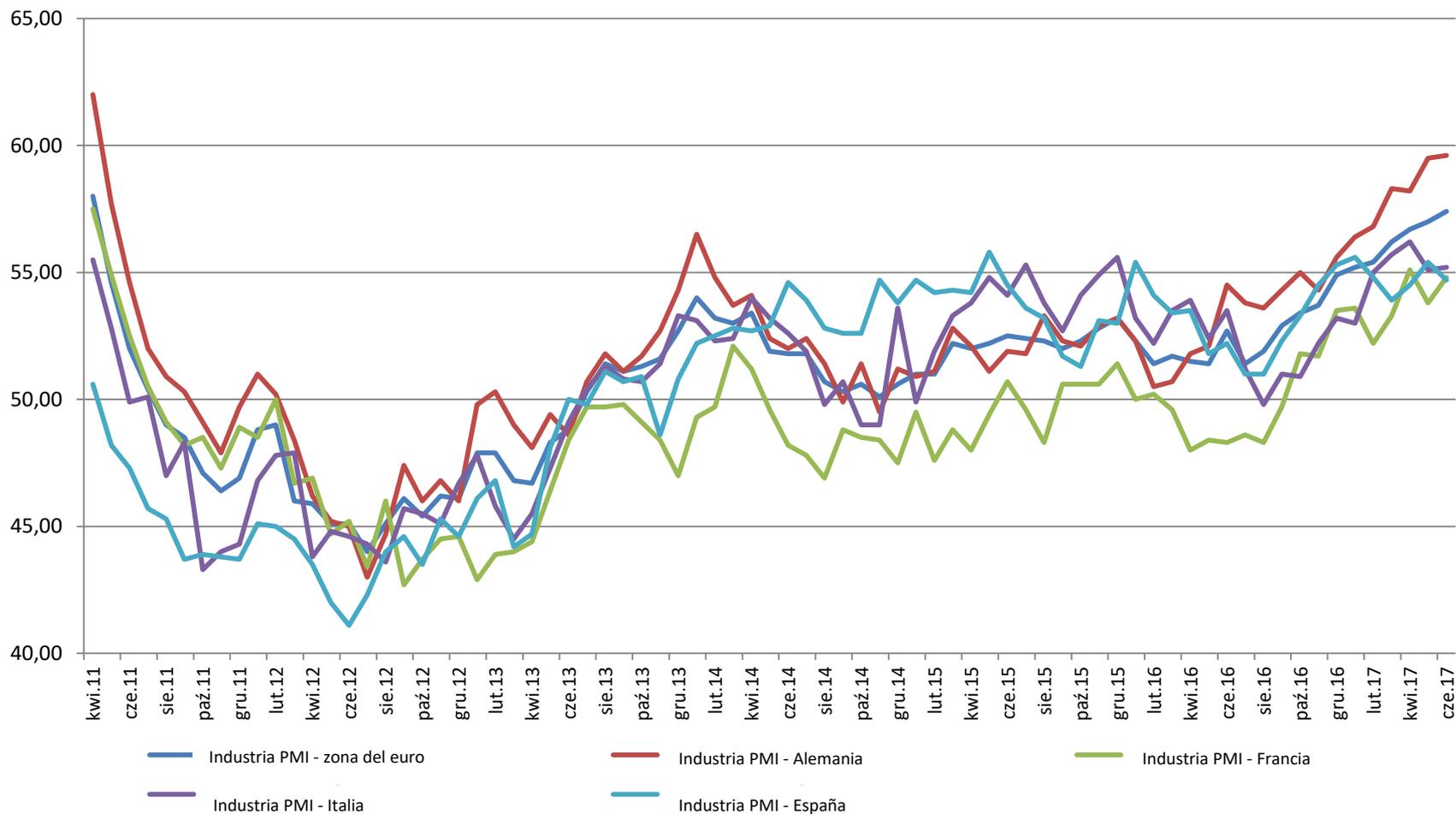
Dinámica y contribuciones al PIB de la zona del euro

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.



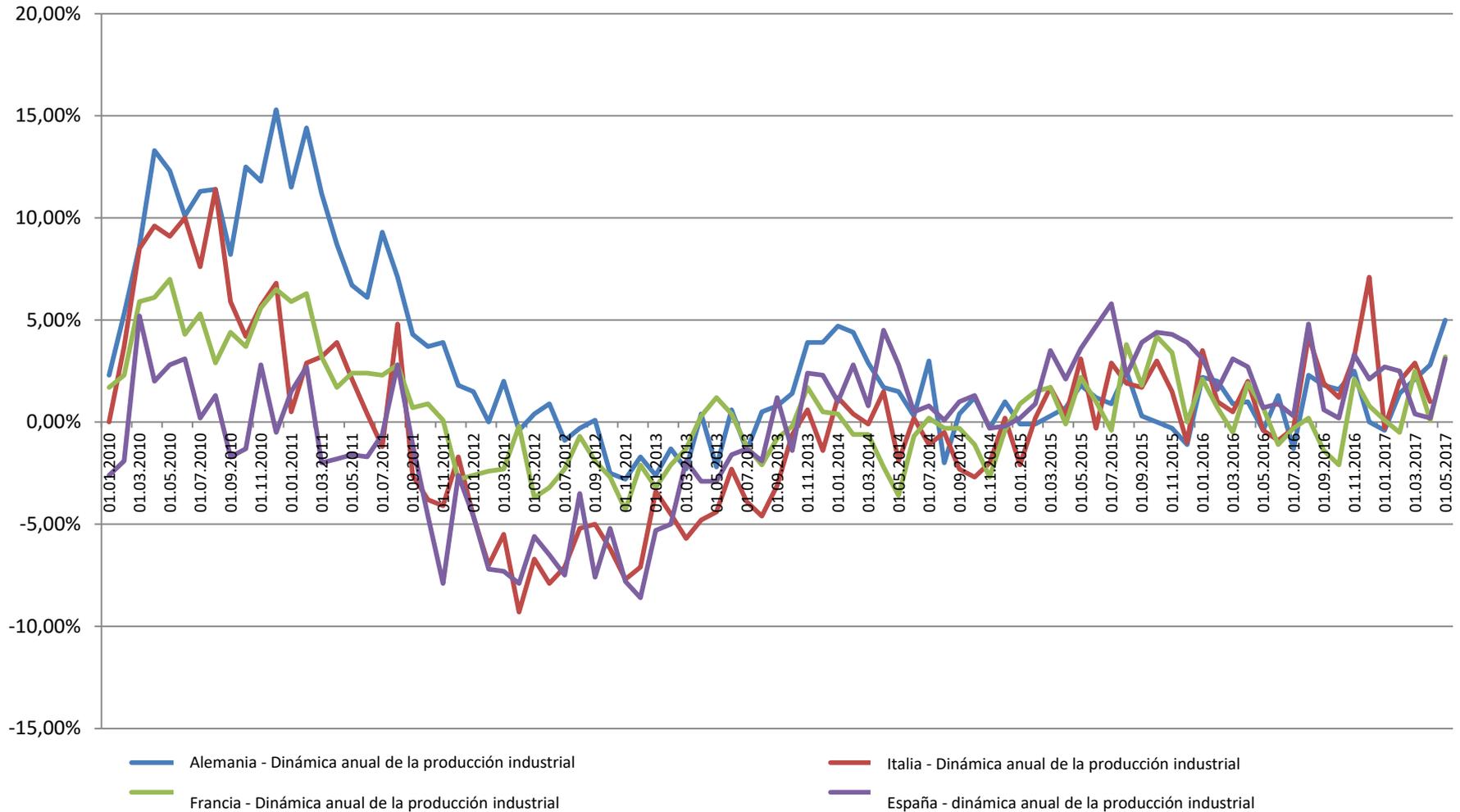
PMI en la industria en los países de la zona del euro

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

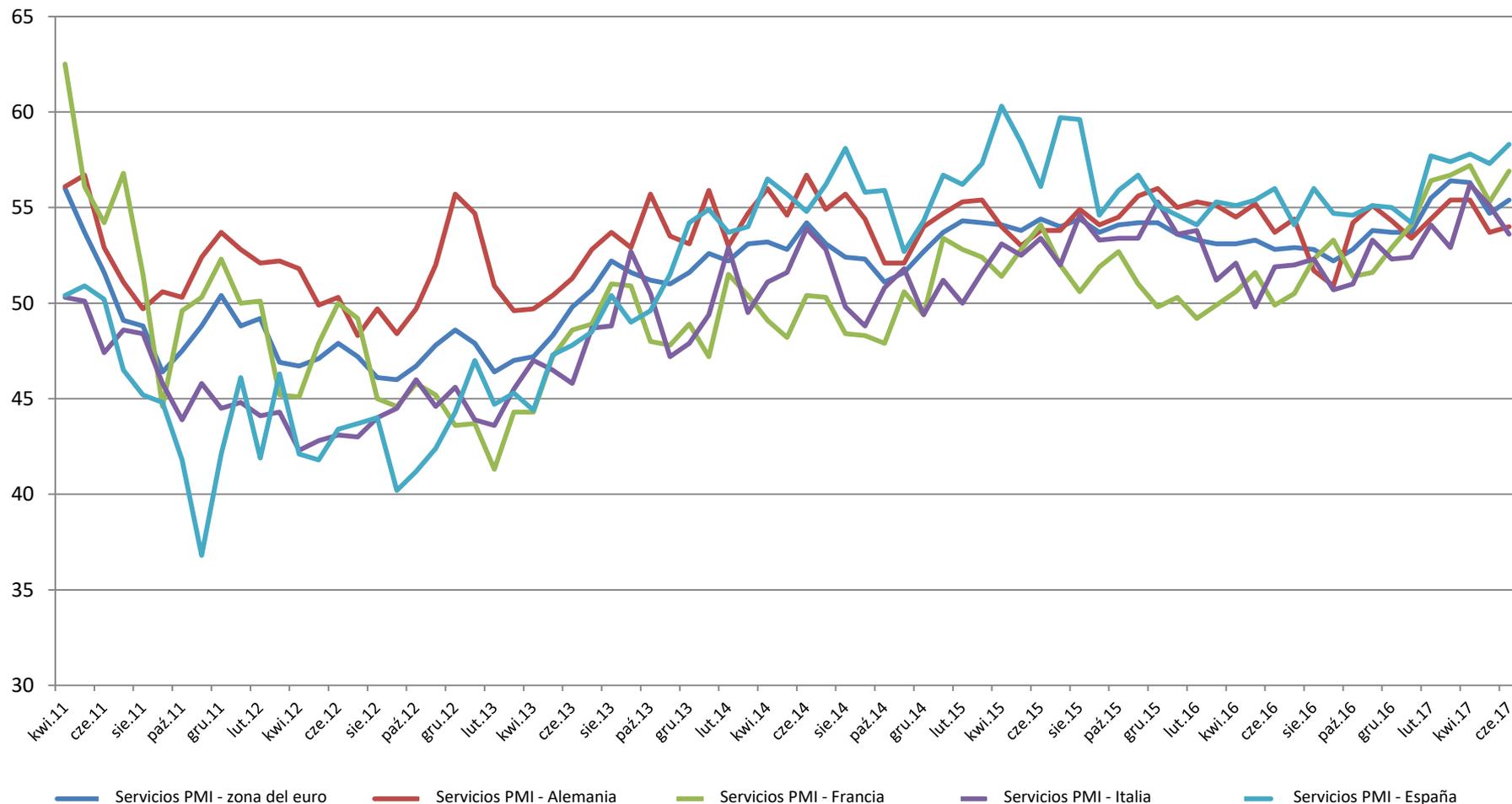


Dinámica de la producción industrial

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.



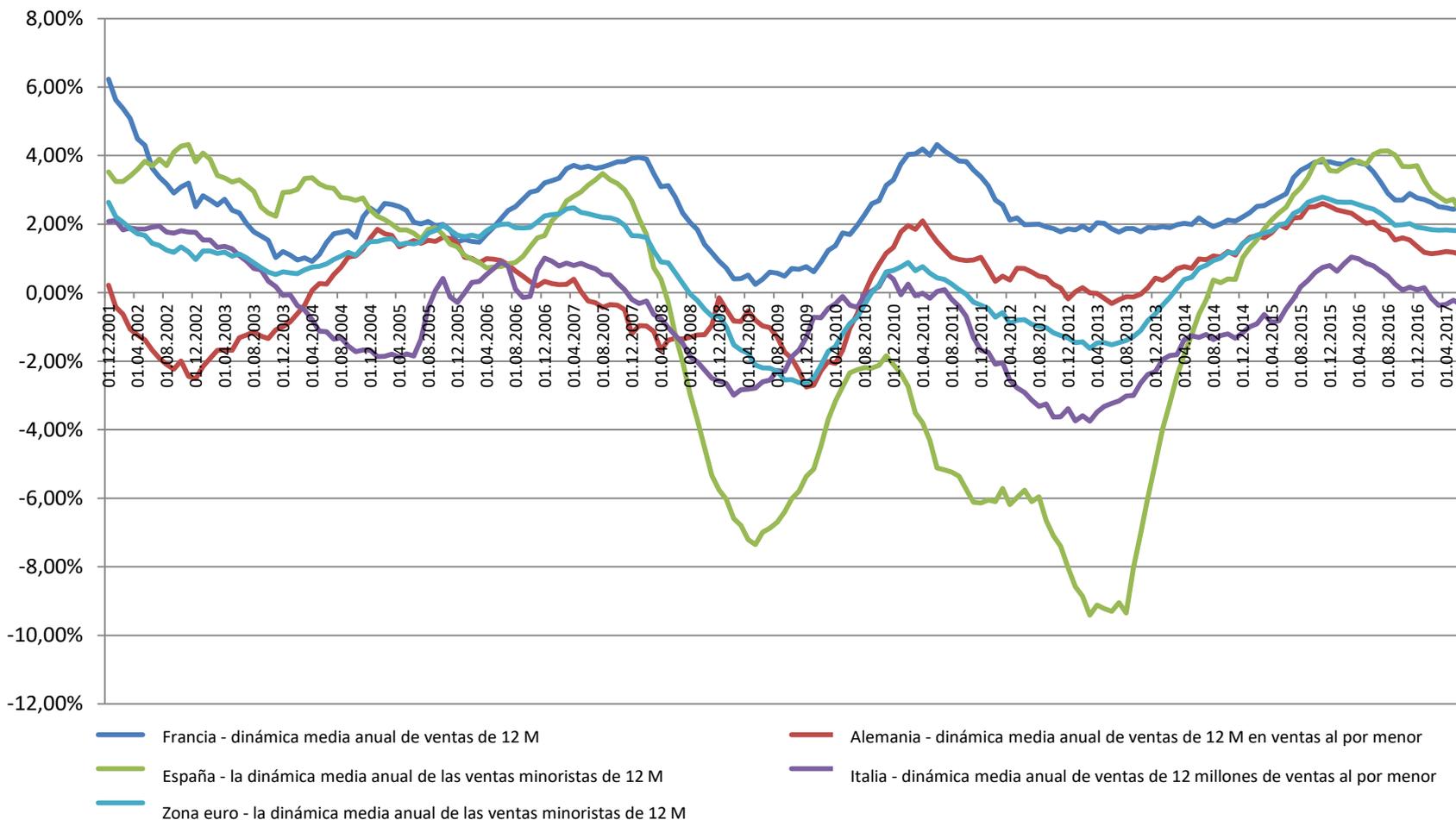
PMI en los servicios – zona del euro



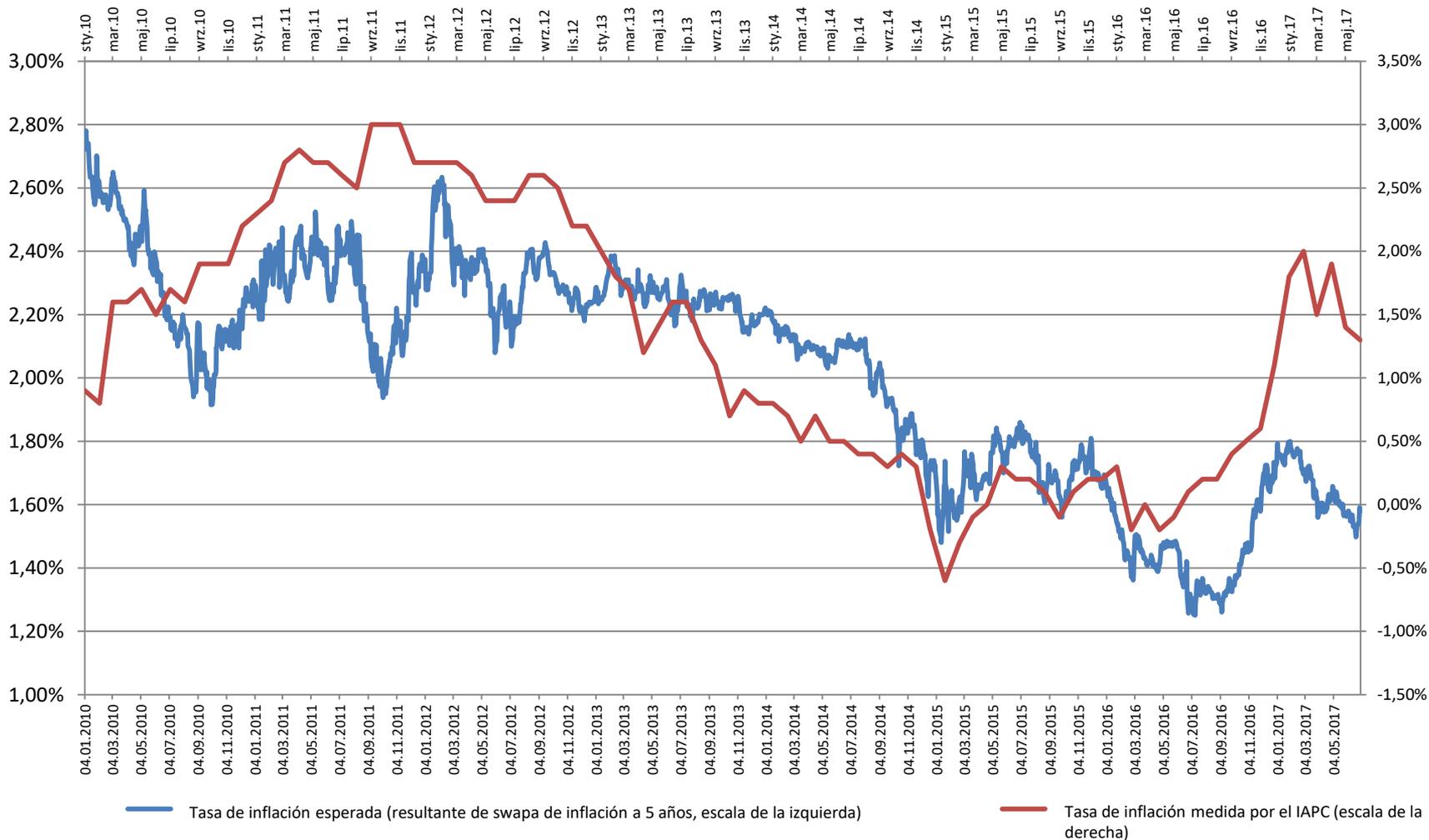
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Venta al por menor en la zona del euro

Fuente: Eurostat, cálculos propios.

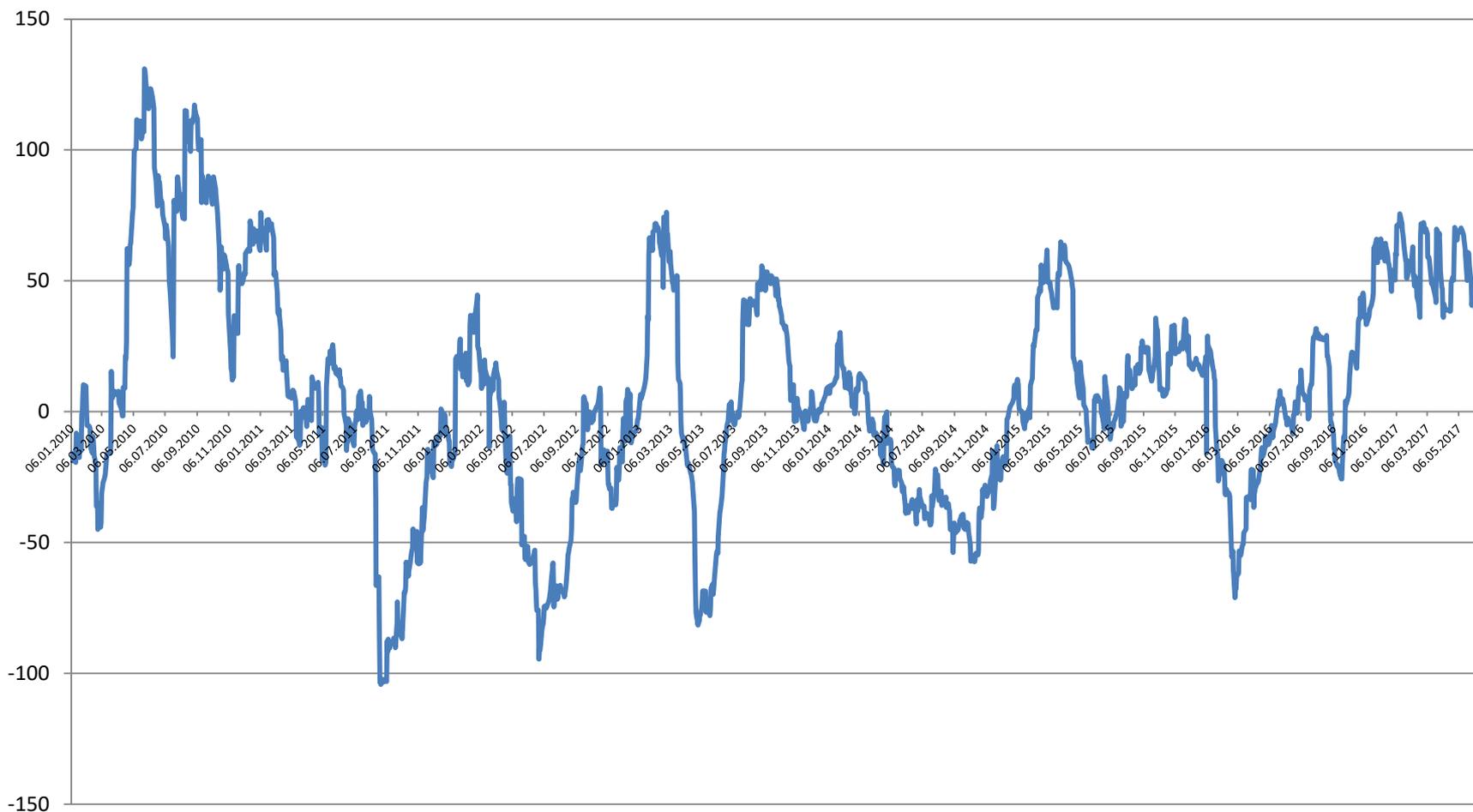


Inflación HICP vs expectativas de la inflación en la zona del euro



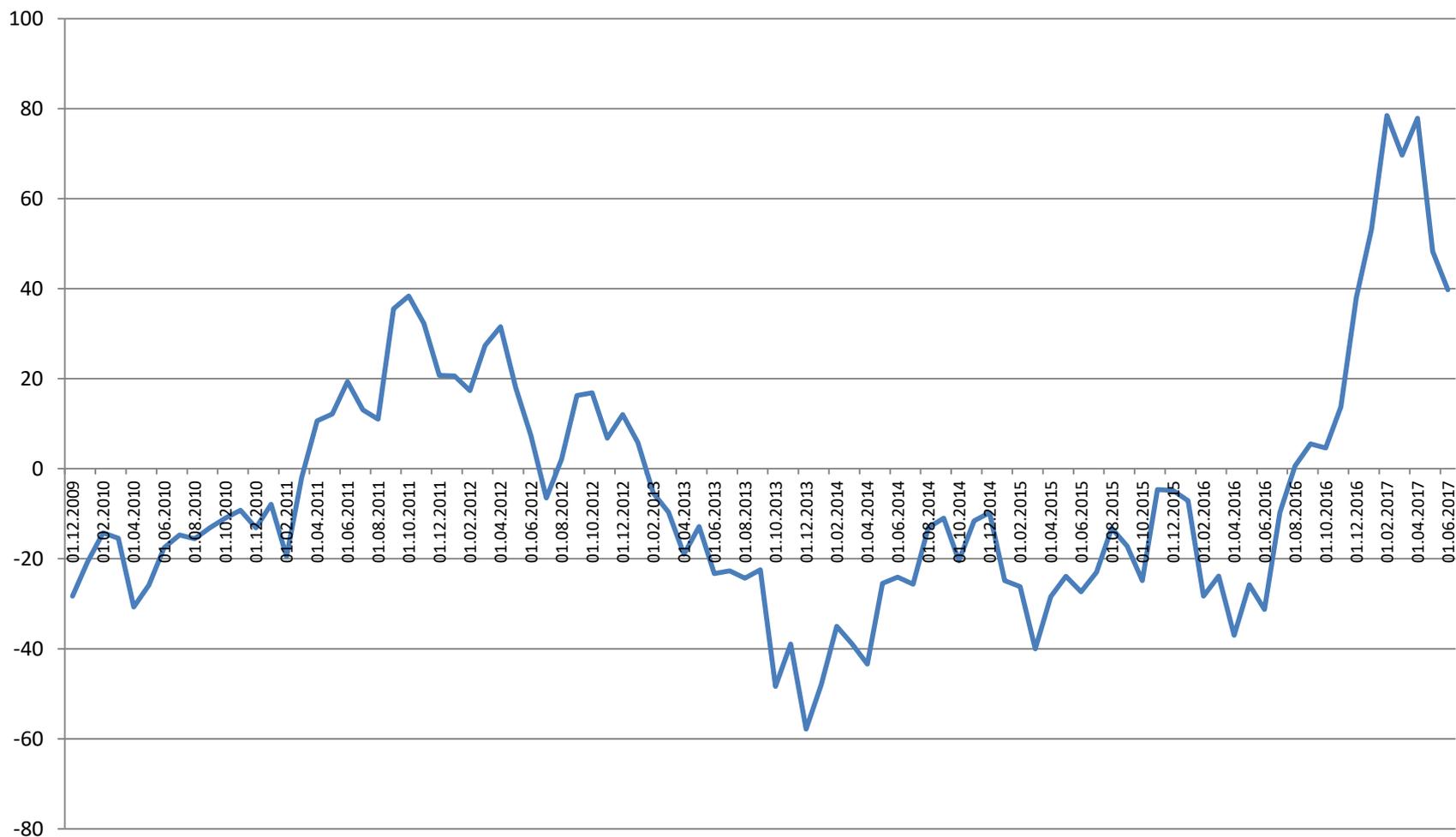
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Índice Citi Economic Surprise para la zona del euro



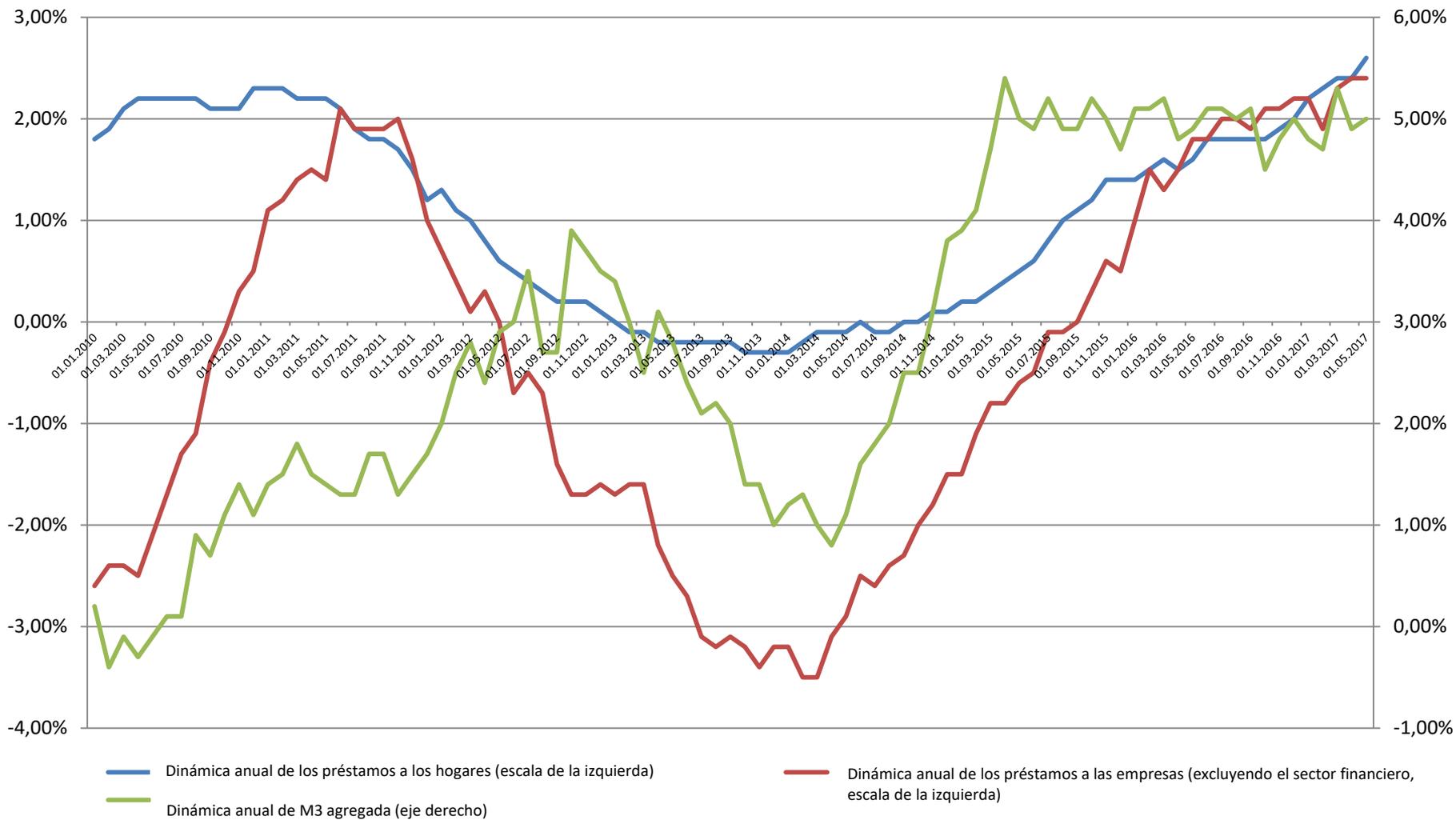
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Citi Inflation Surprise Index – zona del euro



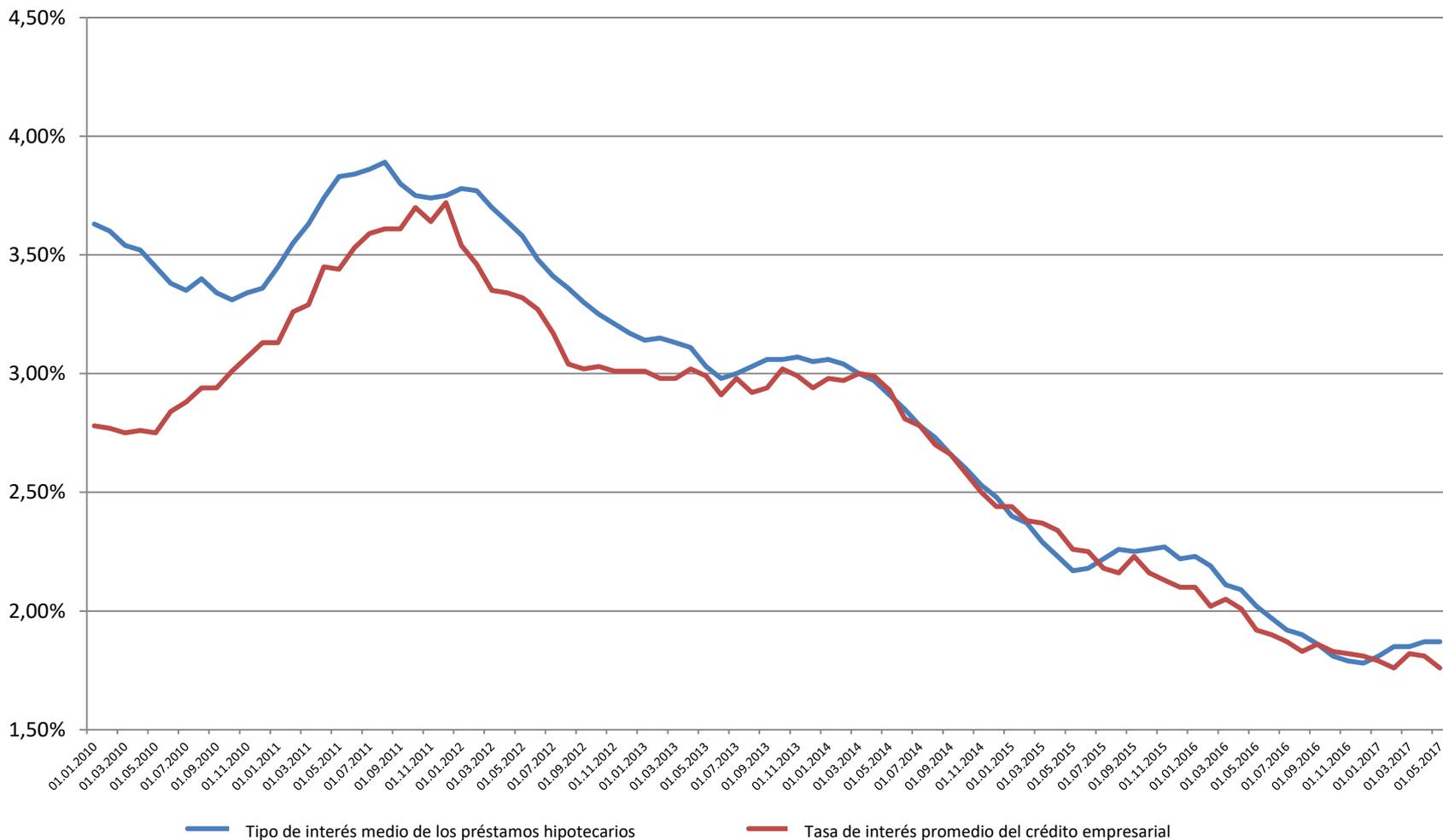
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Mercado de los créditos en la zona del euro



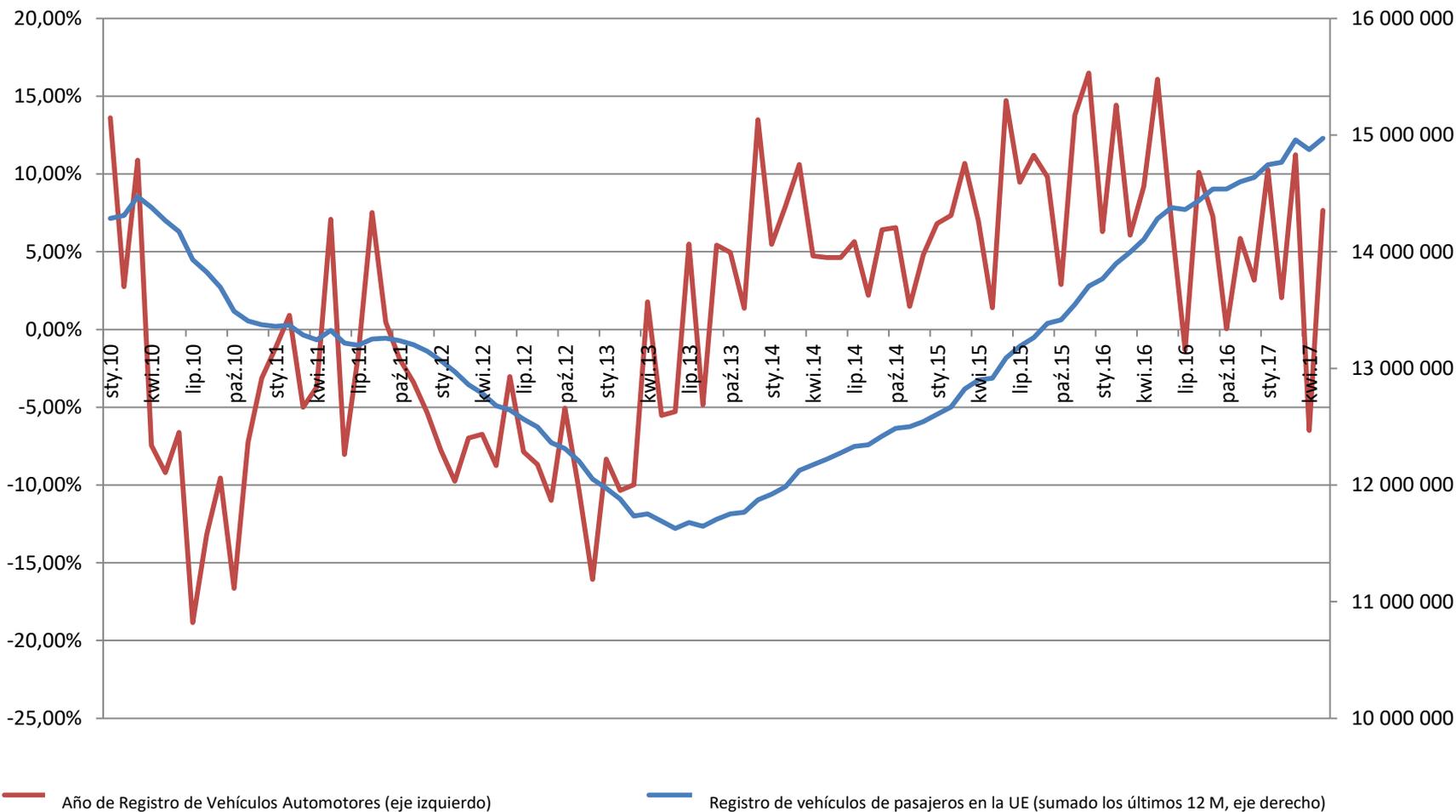
Fuente: EBC, cálculos propios.

Costes de los créditos en la zona del euro



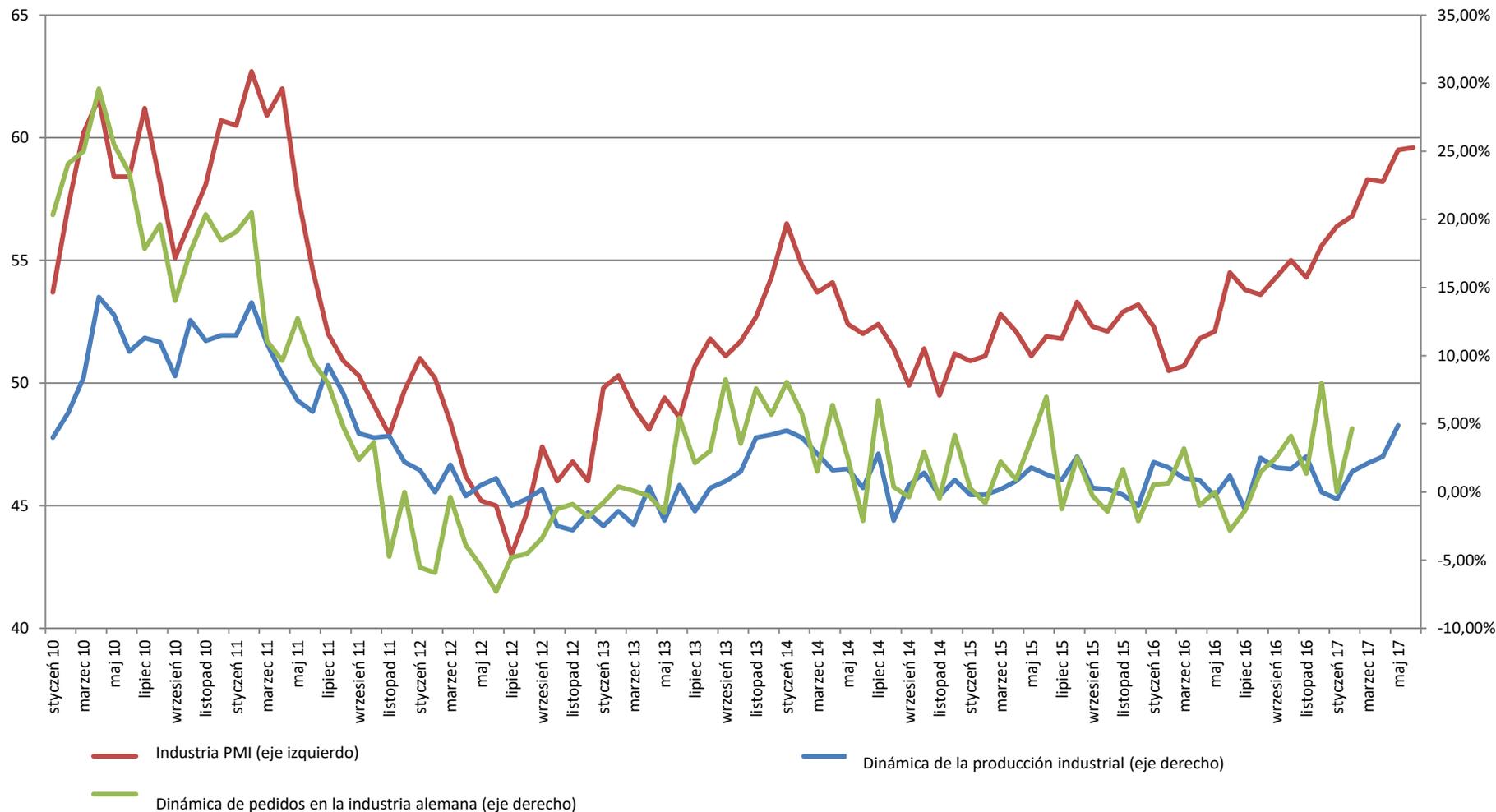
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Mercado de los coches turismo en la UE



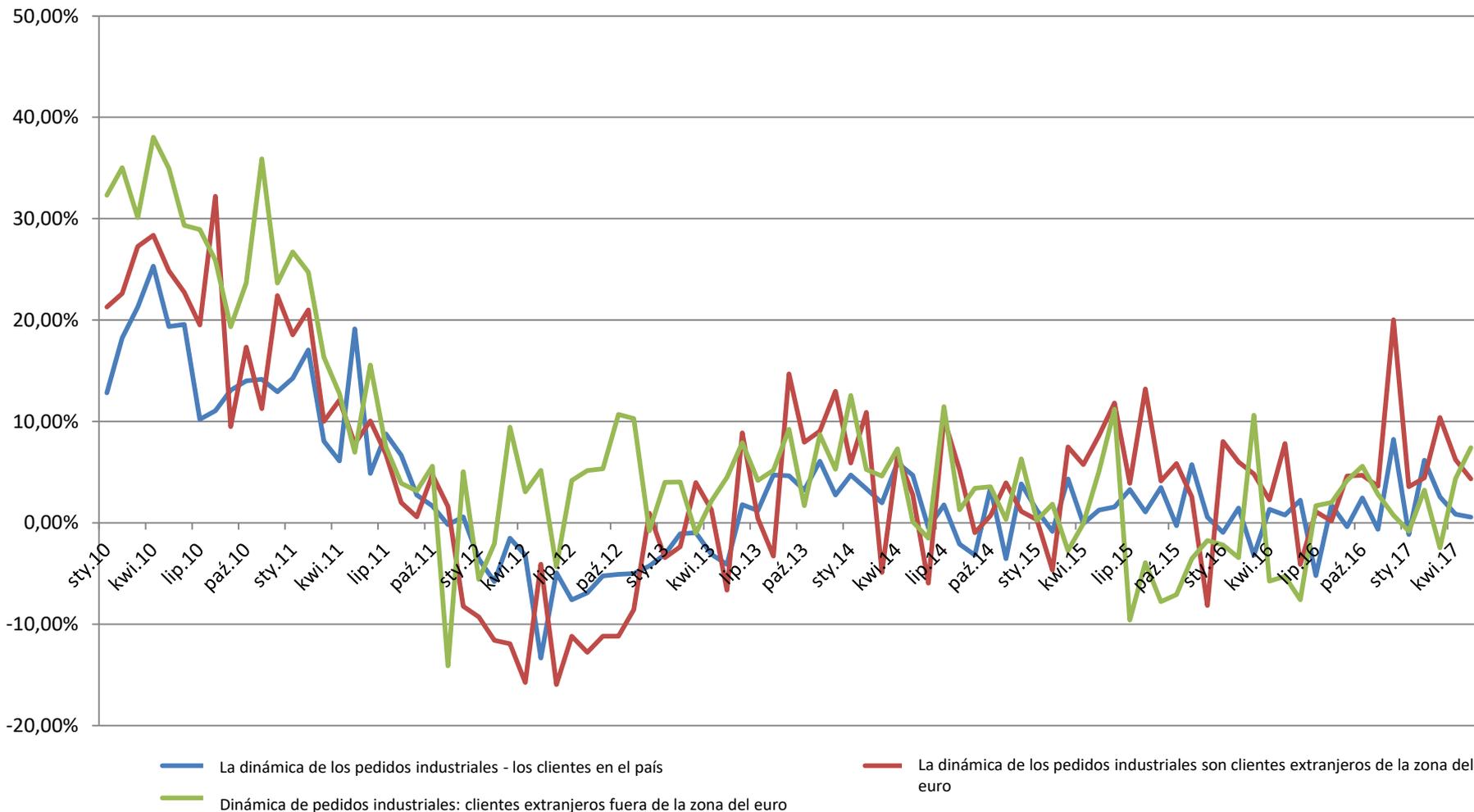
Fuente: ACEA, cálculos propios.

Indicadores de la actividad en la industria alemana



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Dinámicas anuales de nuevos pedidos en la industria alemana



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Sentimiento empresarial – indicadores del Instituto Ifo



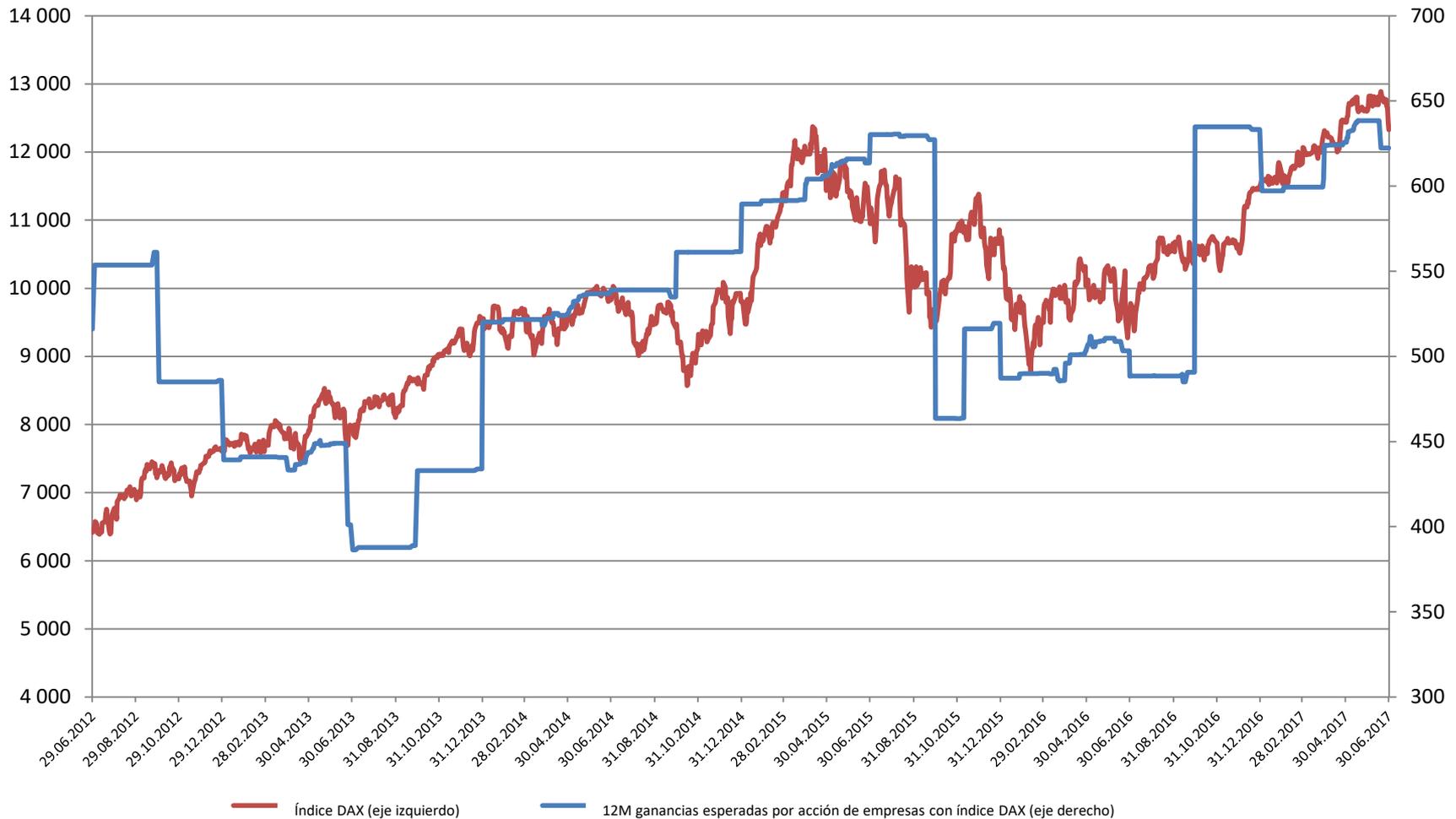
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

DAX – Precio/Beneficio prospectivo históricamente

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.



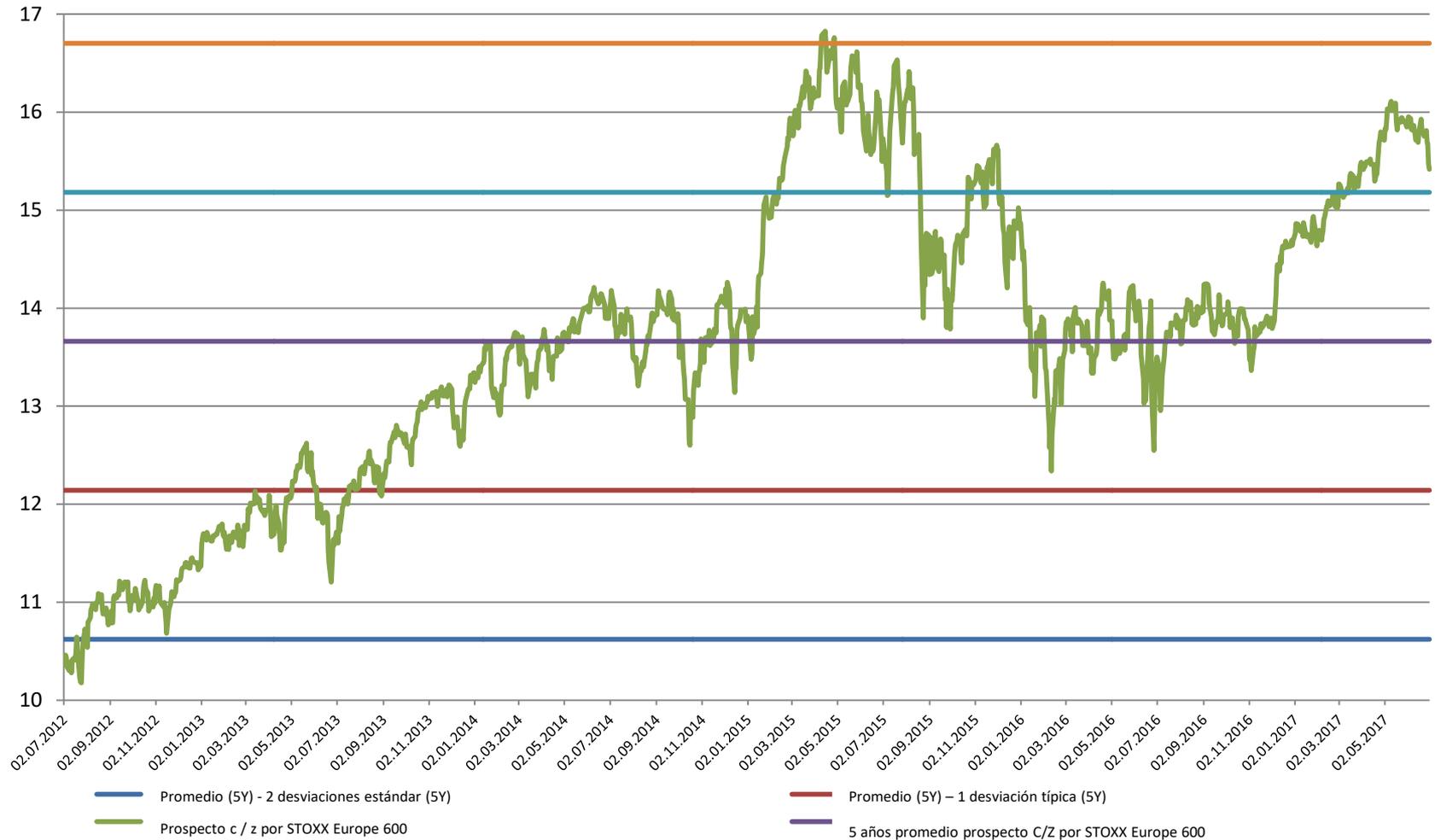
DAX vs beneficio esperado de una acción en 12 meses



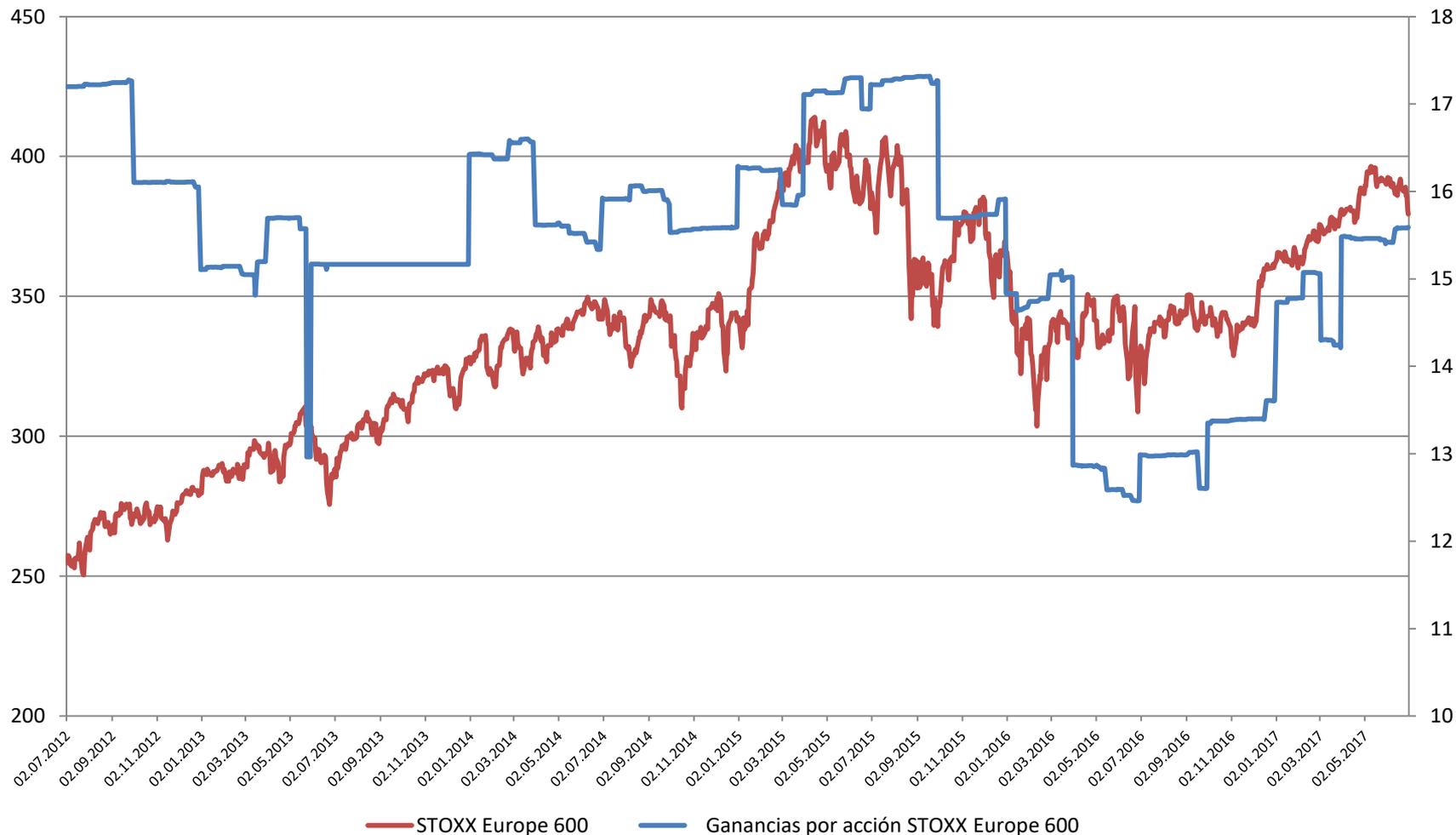
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

STOXX Europe 600 – Precio/Beneficio prospectivo históricamente

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.



STOXX Europe 600 vs beneficio esperado de una acción en 12 meses



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.



Análisis y supuestos macroeconómicos – III trimestre de 2017

China, Polonia, India, Brasil, Rusia

Economías emergentes – objetivos generales

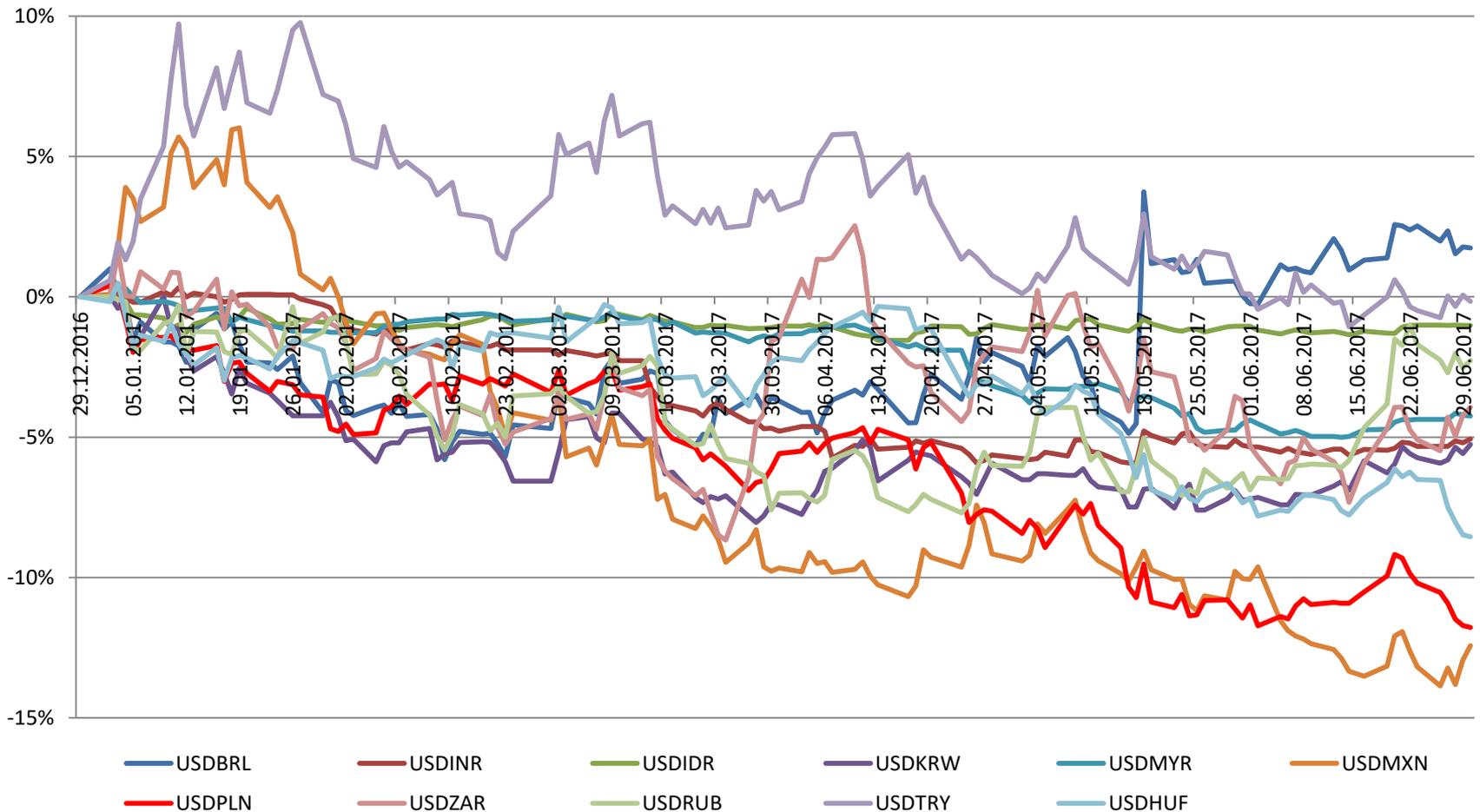
1. La caída de los precios de materias primas fue el factor que más pesaba sobre las economías que se basaban en materias primas en la primera mitad del año. Esto causó una reevaluación negativa de los pronósticos del ritmo del incremento para el año 2017 (principalmente Sudáfrica, Chile e Indonesia). Aún así, desde el comienzo del año el momentum para toda la cesta sigue siendo positivo (+aprox. 4.5% r/r).
2. La amenaza principal para el crecimiento a medio y largo plazo sigue siendo una caída sucesiva del ritmo de la inflación en la economía mundial, especialmente en los países desarrollados. A este factor le favorecerá la continuación del estrechamiento en los Estados Unidos y el inicio del proceso análogo en la zona del euro.
3. En la economía china se continúa el proceso del desapalancamiento, pero se distribuye en el tiempo y se realiza poco a poco. Parece que sólo un trastorno del crecimiento global podría conducir a la pérdida del control de este proceso. Sin embargo, el aumento fuerte y sistemático de las tasas a corto plazo en China es un factor importante del riesgo en los próximos trimestres.
4. Después de las recientes caídas de los precios de petróleo y metales industriales y las reevaluaciones del crecimiento, parece que la mejor opción entre los mercados de las acciones es el mercado ruso, apoyado por la tasa más grande del dividendo en toda la cesta.
5. Por otra parte, el crecimiento esperado de los precios de materias primas en Q2 dañará los mercados polaco y turco que han pasado por unos crecimientos muy fuertes durante el último semestre. El entorno macroeconómico apoyará también la economía y el mercado en Brasil, pero la confusión política alrededor del la persona del presidente desalienta efectivamente para hacer frente a unas posiciones largas en los activos locales.

Comportamiento de algunos mercados de las acciones en el grupo *emerging markets*

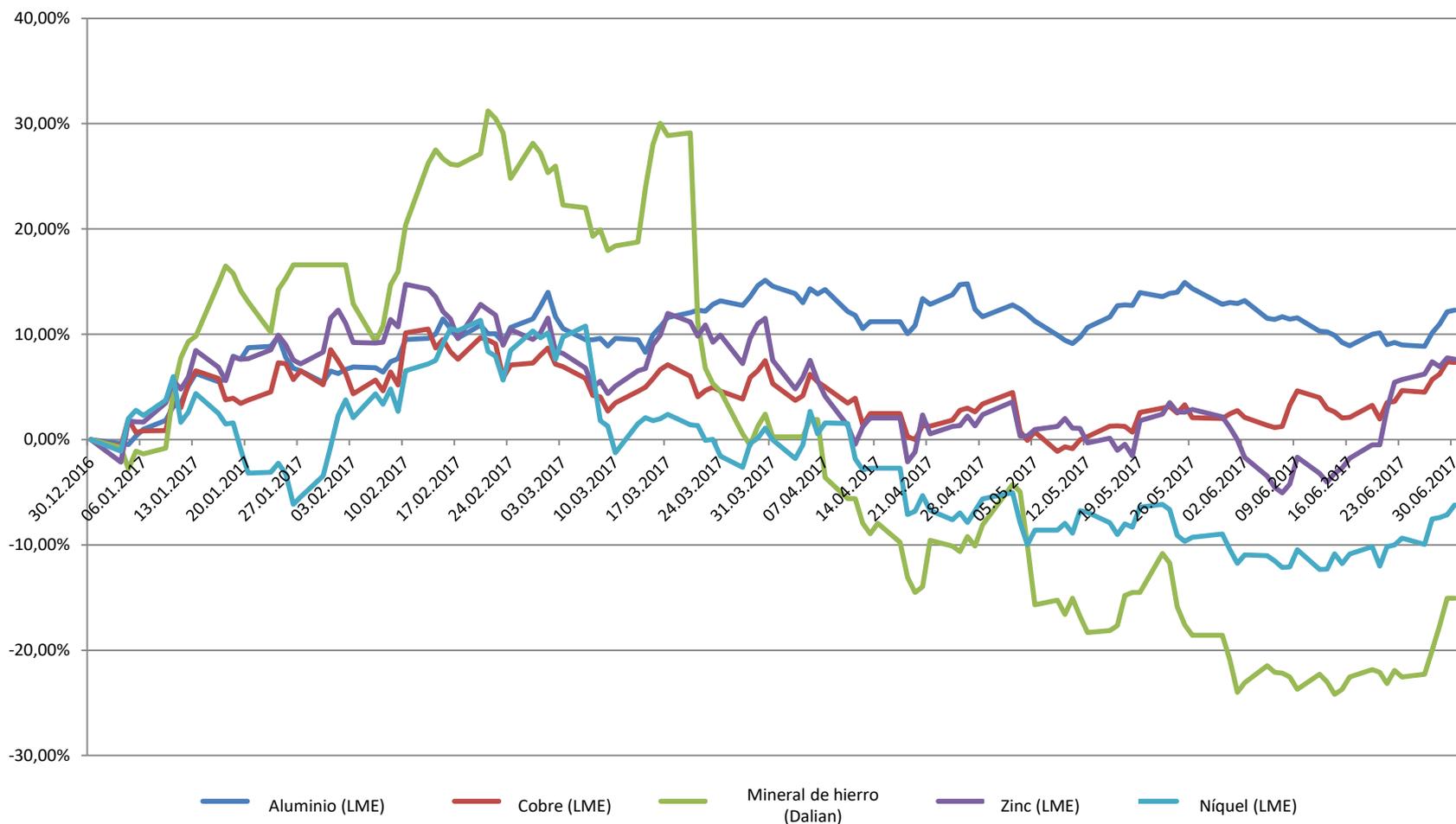


Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Comportamiento de algunas monedas en el grupo de *emerging markets* respecto a USD

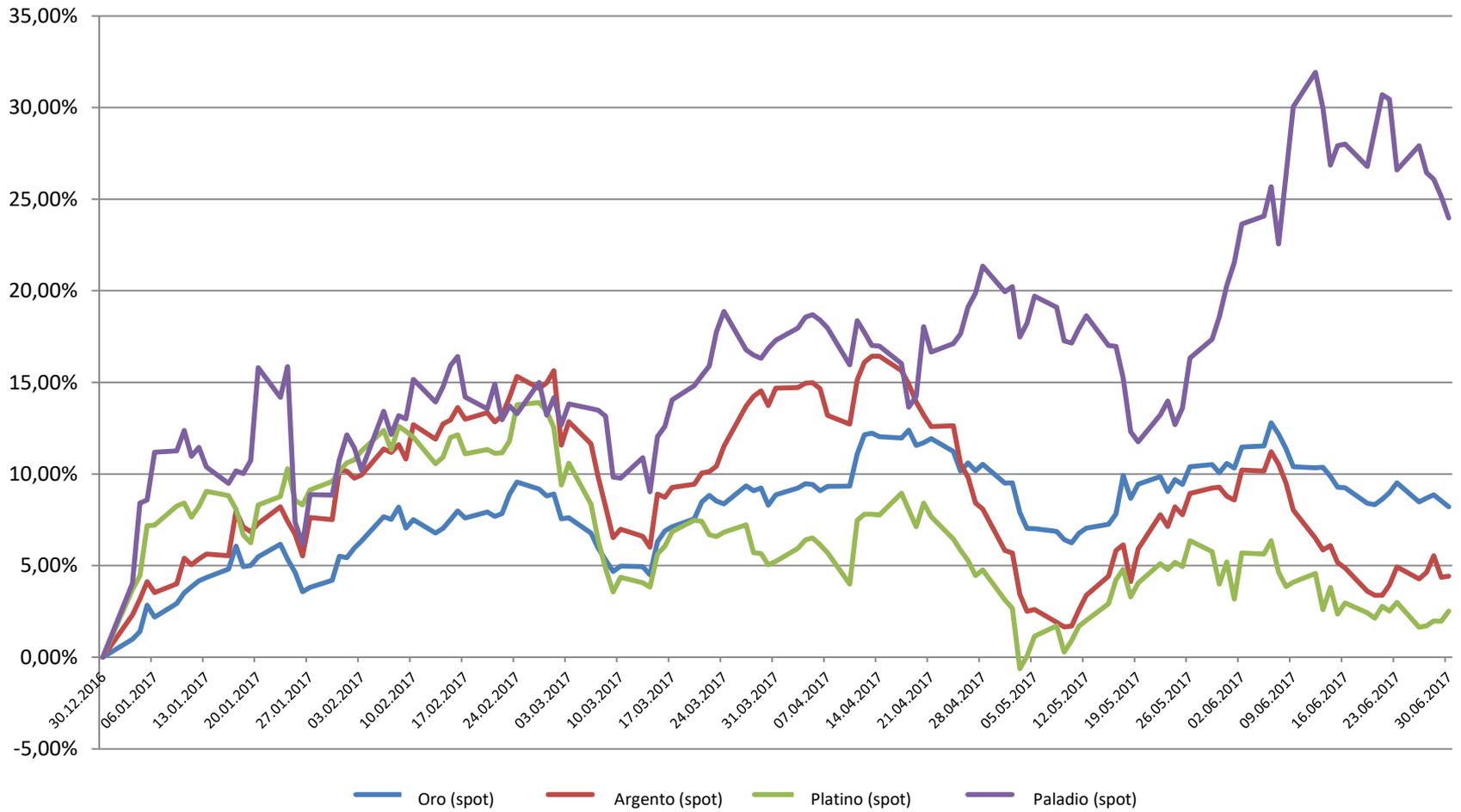


Comportamiento de los precios de los metales industriales YTD



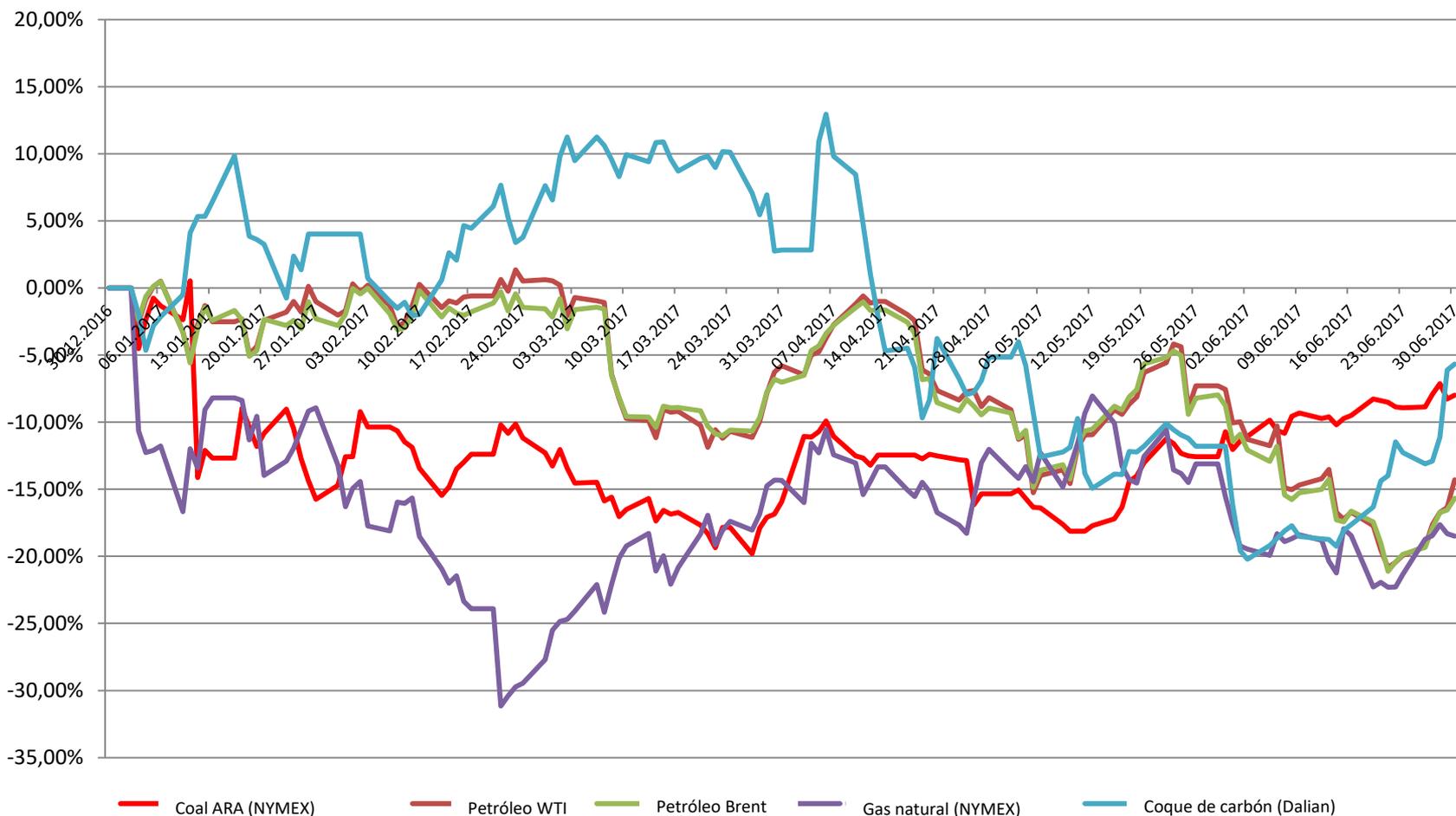
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Comportamiento de los precios de los metales preciosos YTD



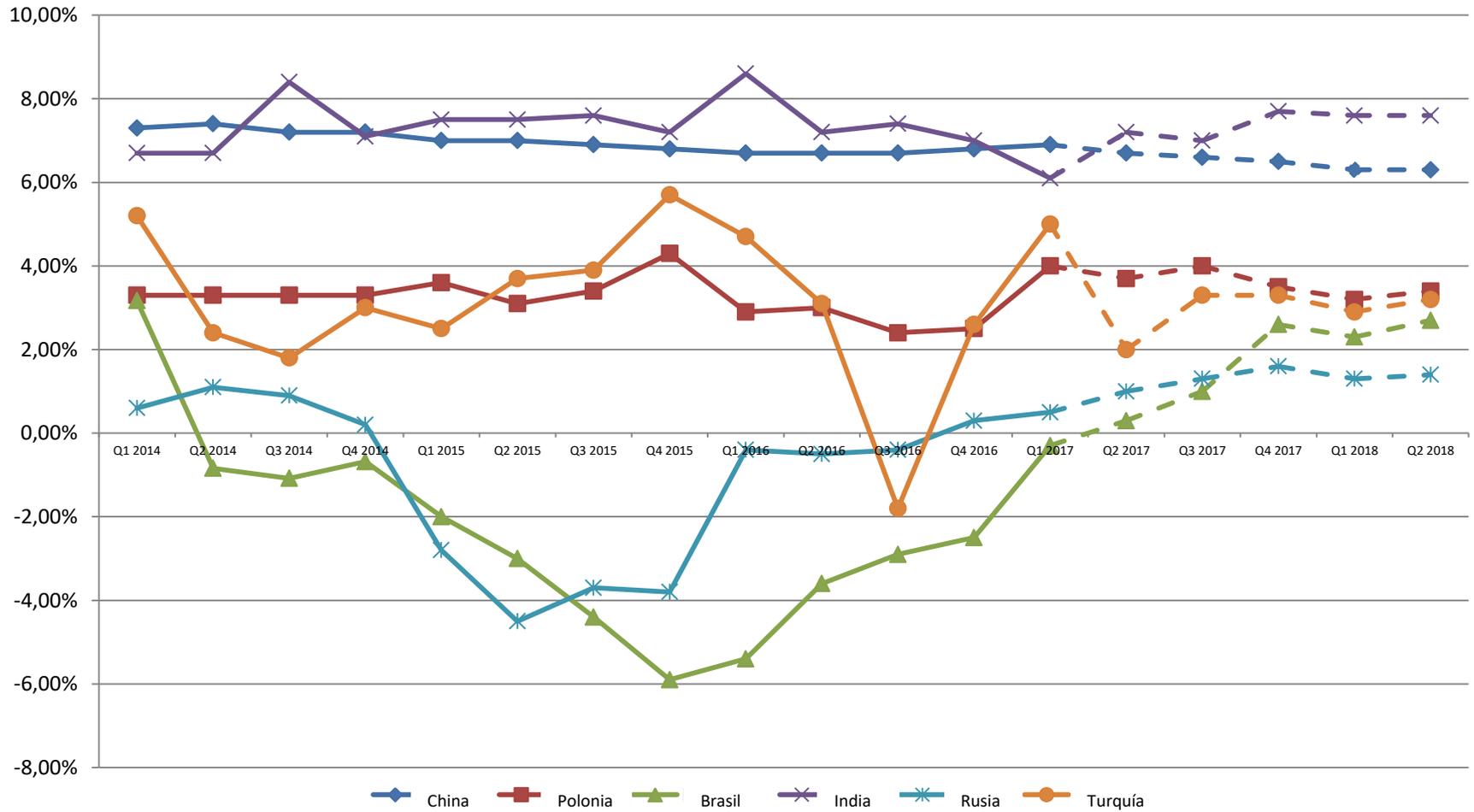
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Comportamiento de los precios de las materias naturales YTD



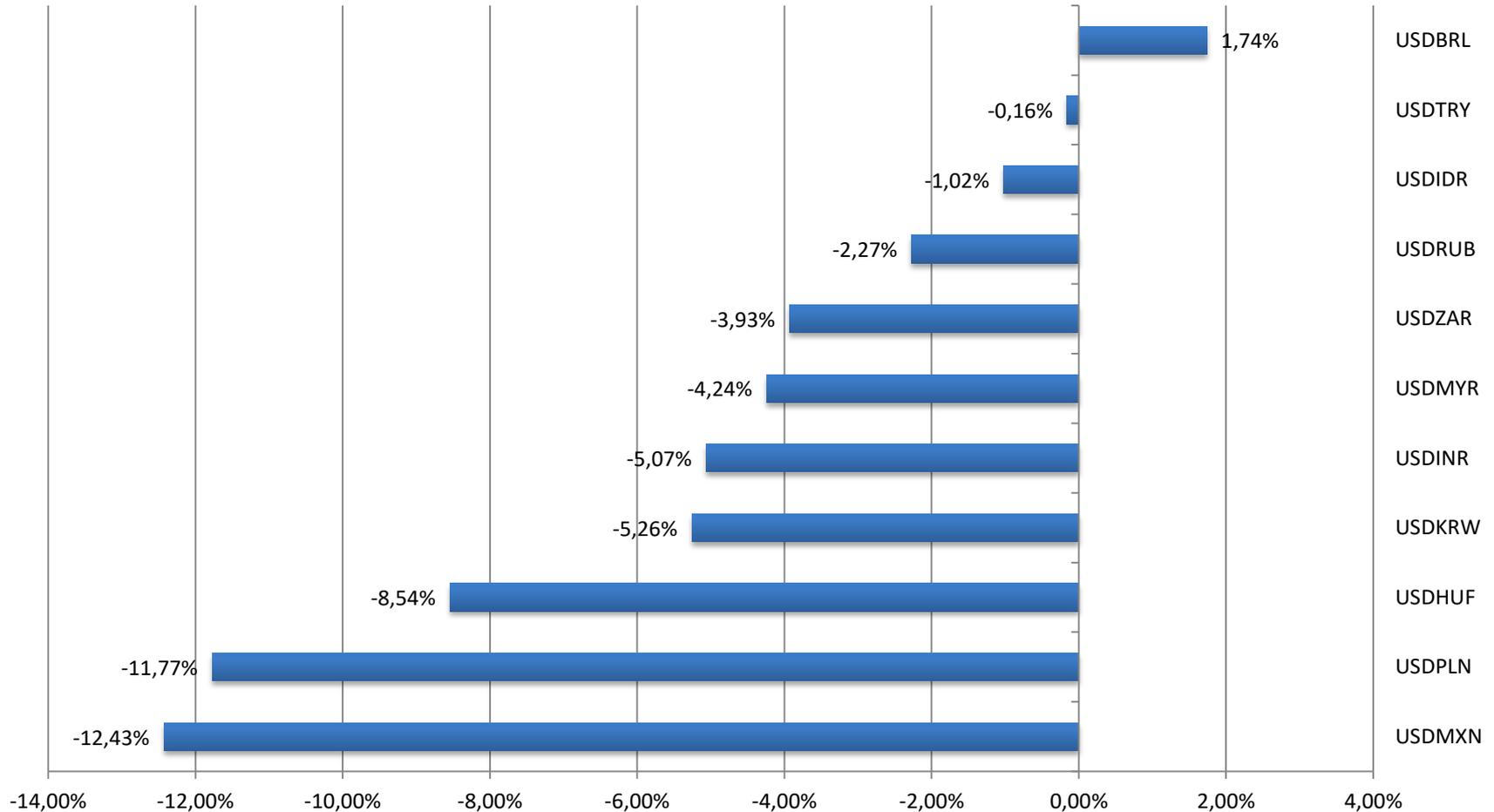
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Dinámicas anuales del PIB en los países en vías de desarrollo



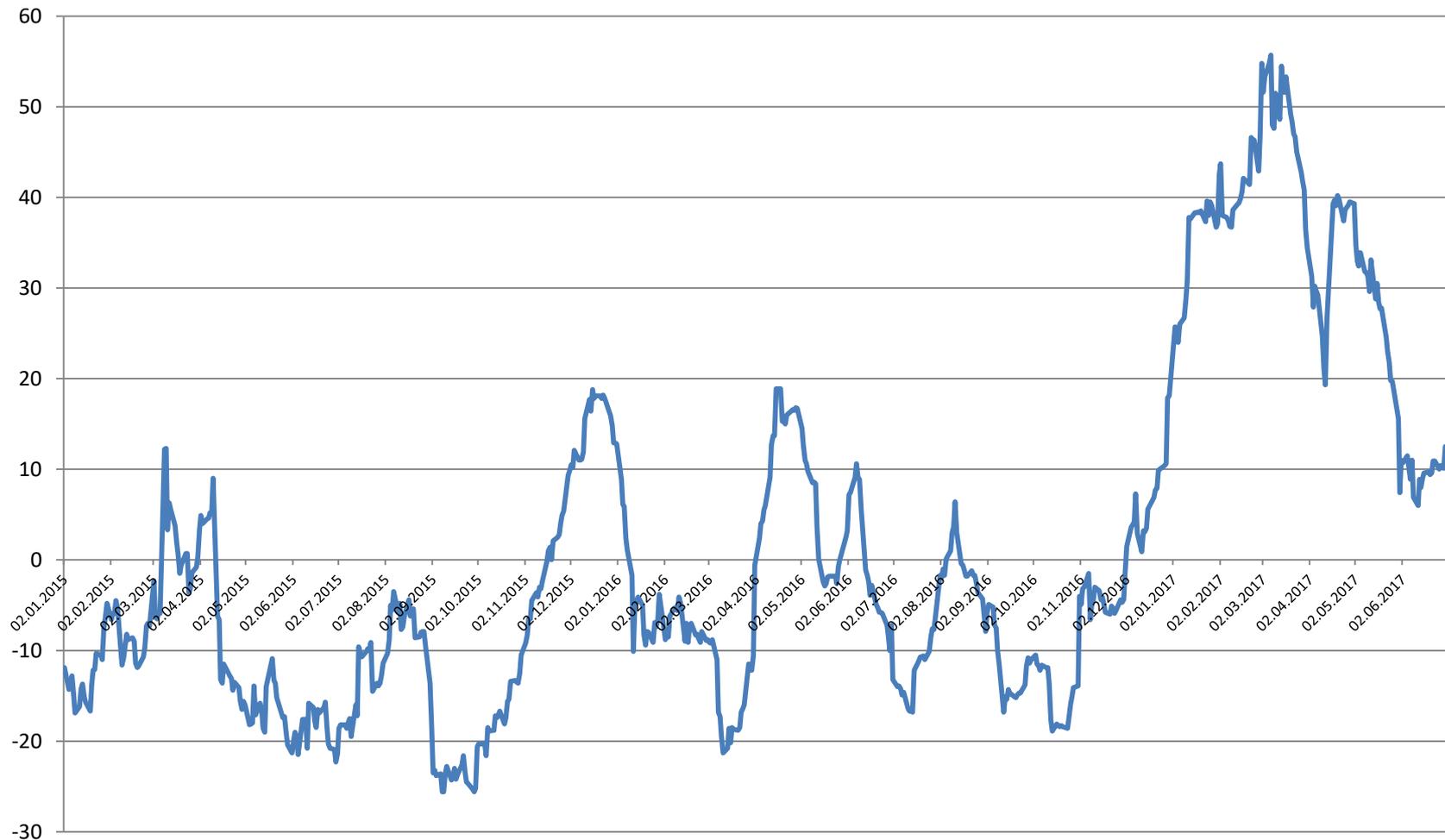
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Comportamiento de las monedas de los países emergentes respecto a USD desde los principios de 2017



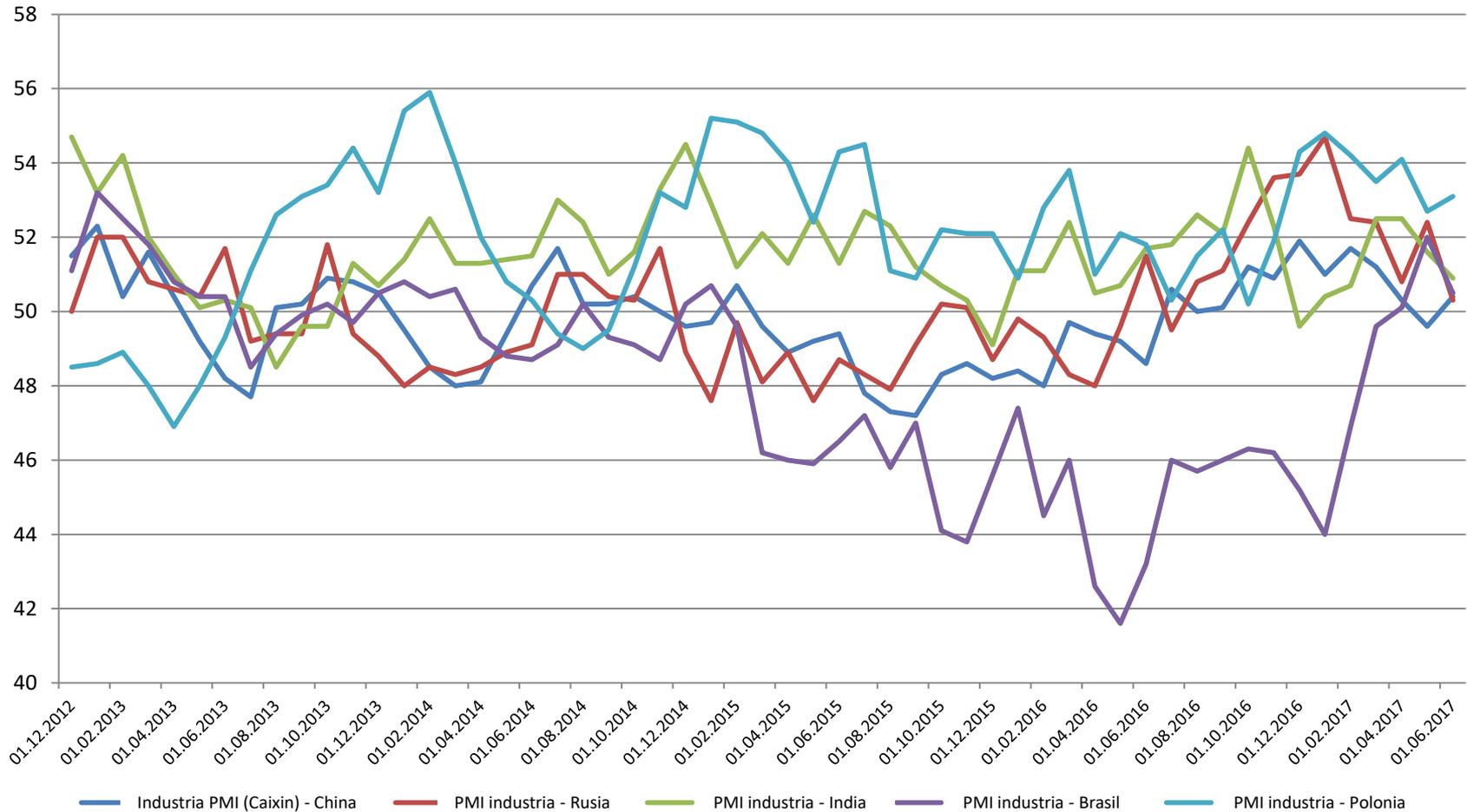
Fuente: Bloomberg, cálculos propios, datos por el período 29.12.2016-31.03.2017.

Índice Citi Economic Surprise para los mercados emergentes



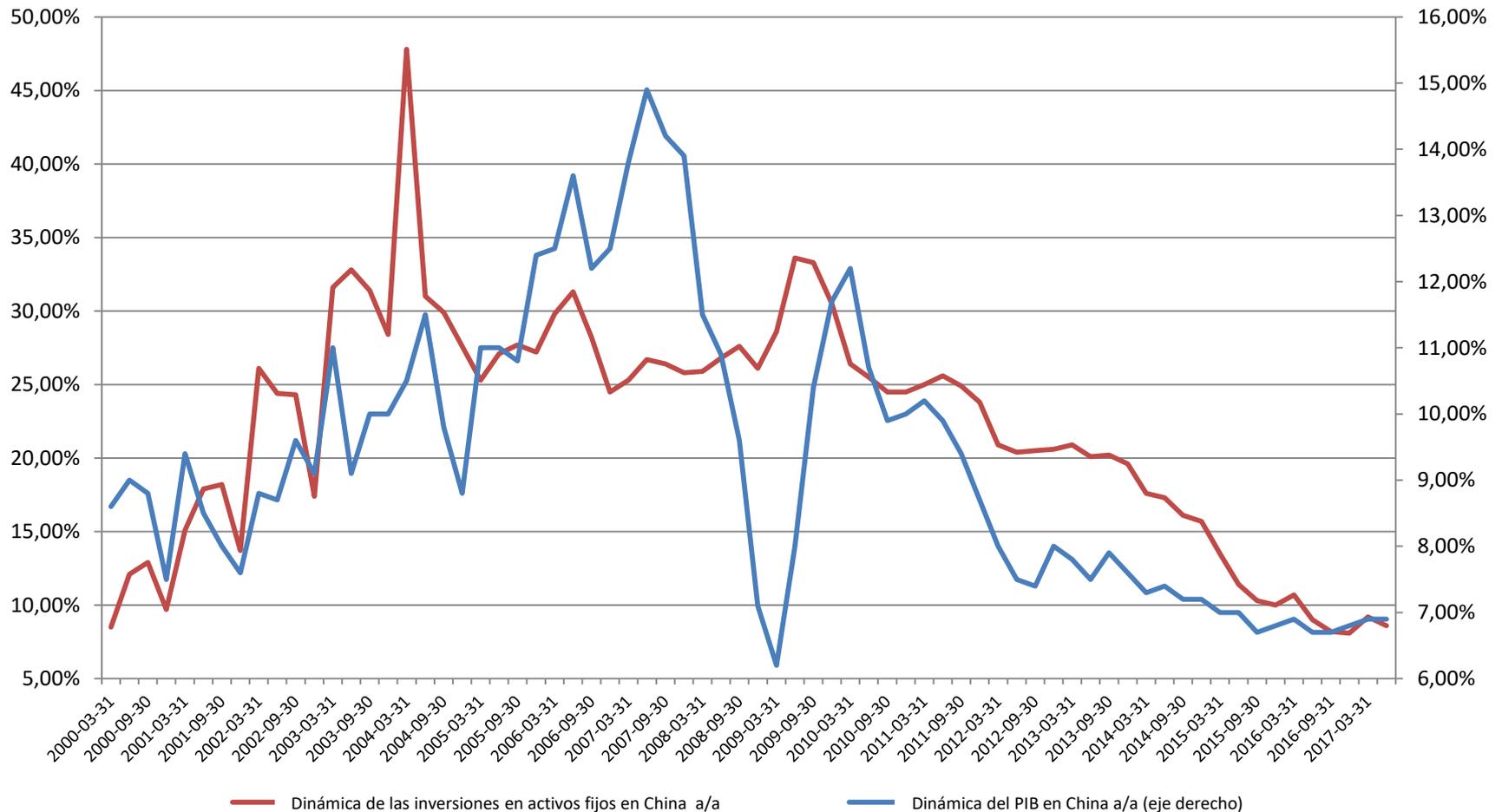
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Índices PMI en la industria para las economías en vías de desarrollo



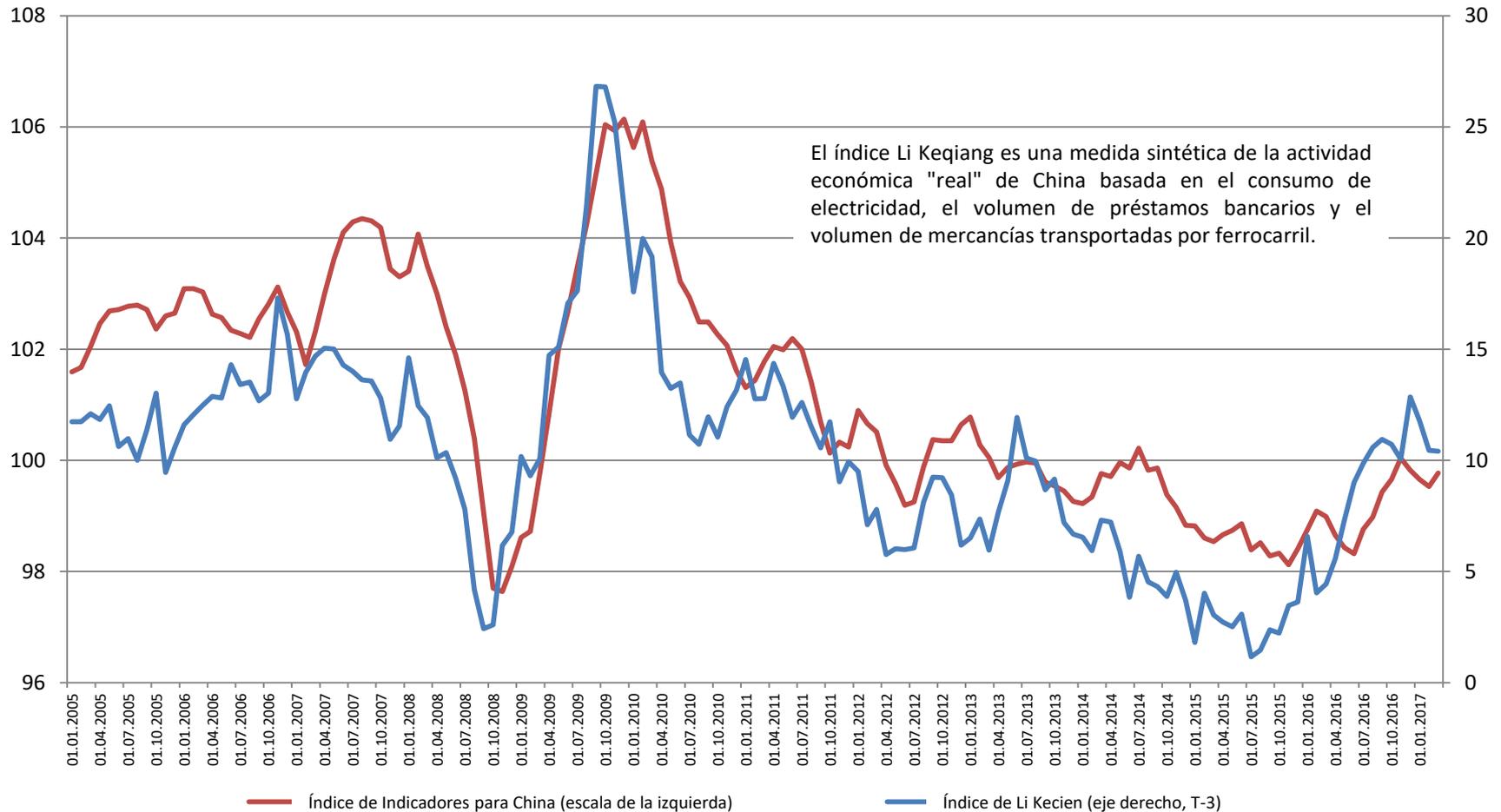
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Dinámica del incremento económico chino vs inversiones en el activo fijo



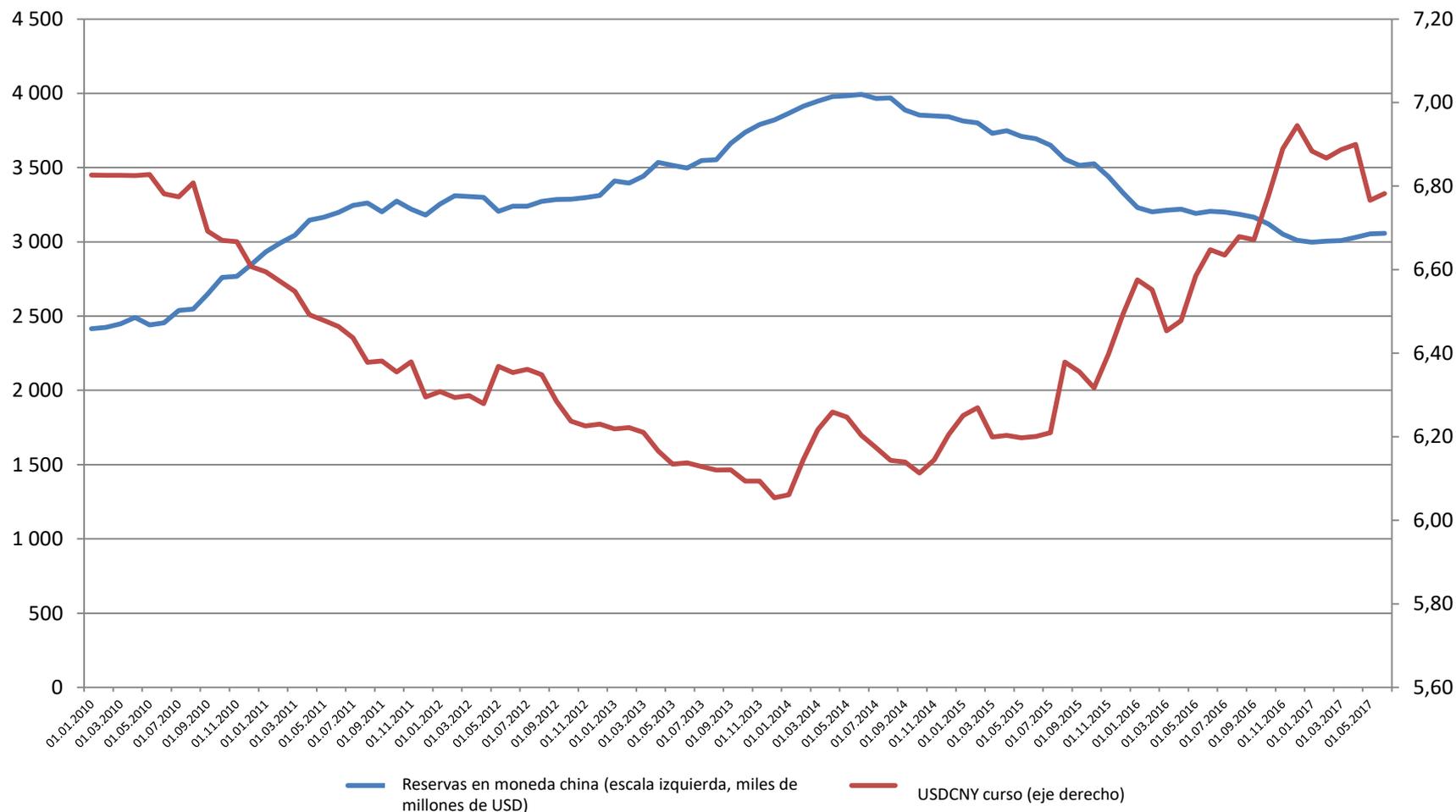
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Índice Li Keqiang vs índice de los indicadores adelantados



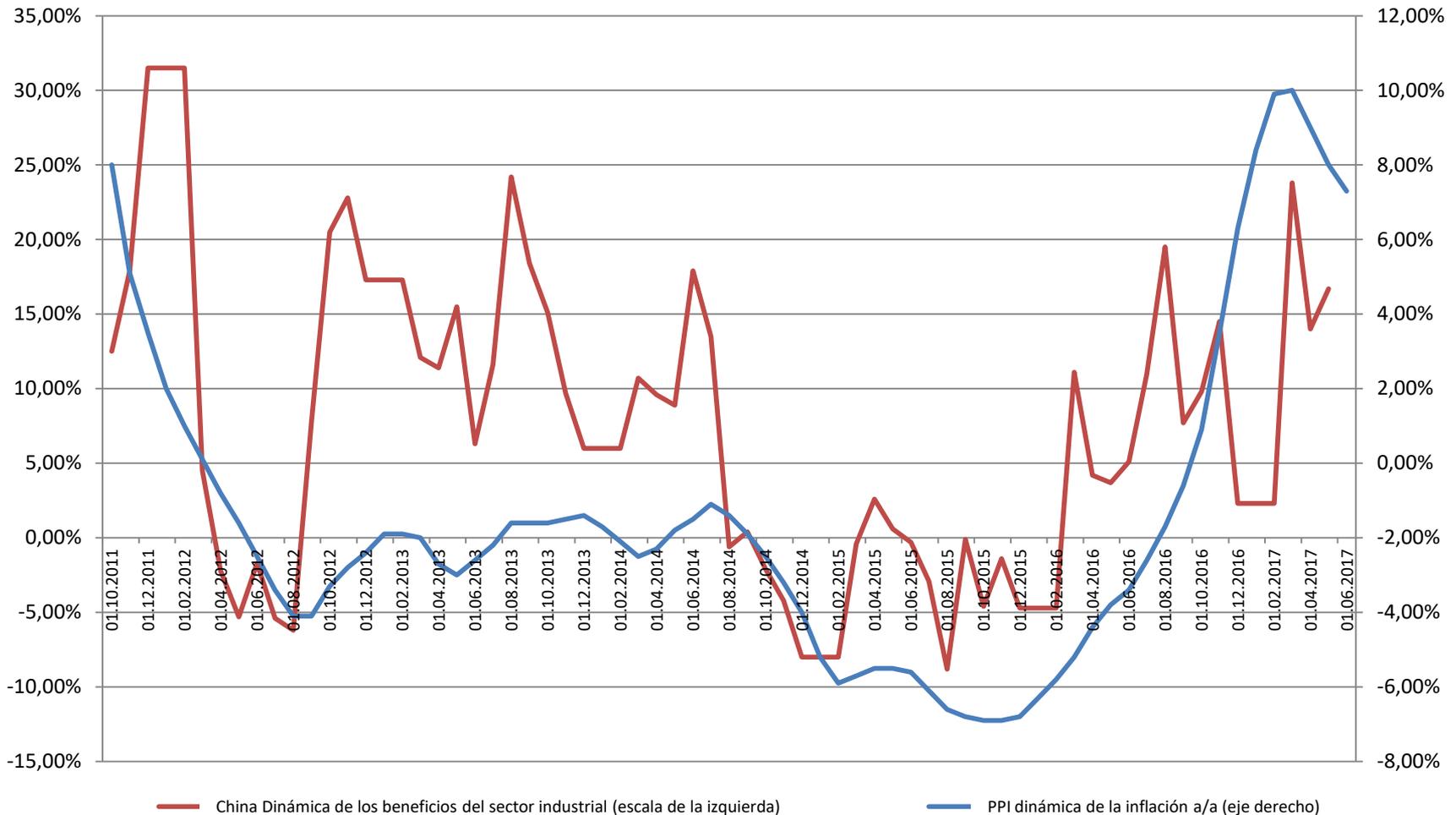
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Reservas de moneda de China y cotización de yuan respecto a USD



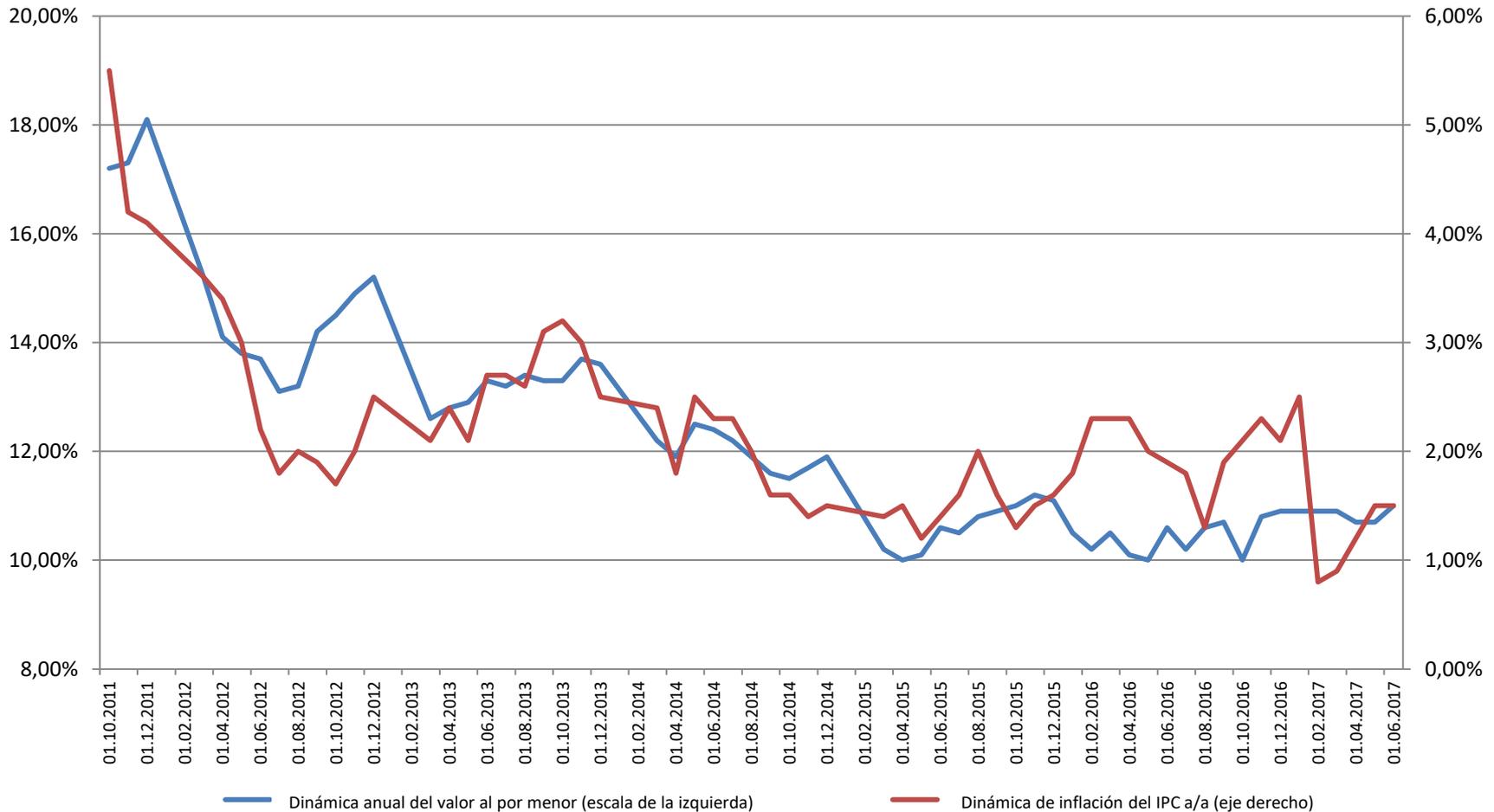
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Dinámica de la inflación PPI vs rentabilidad en la industria china



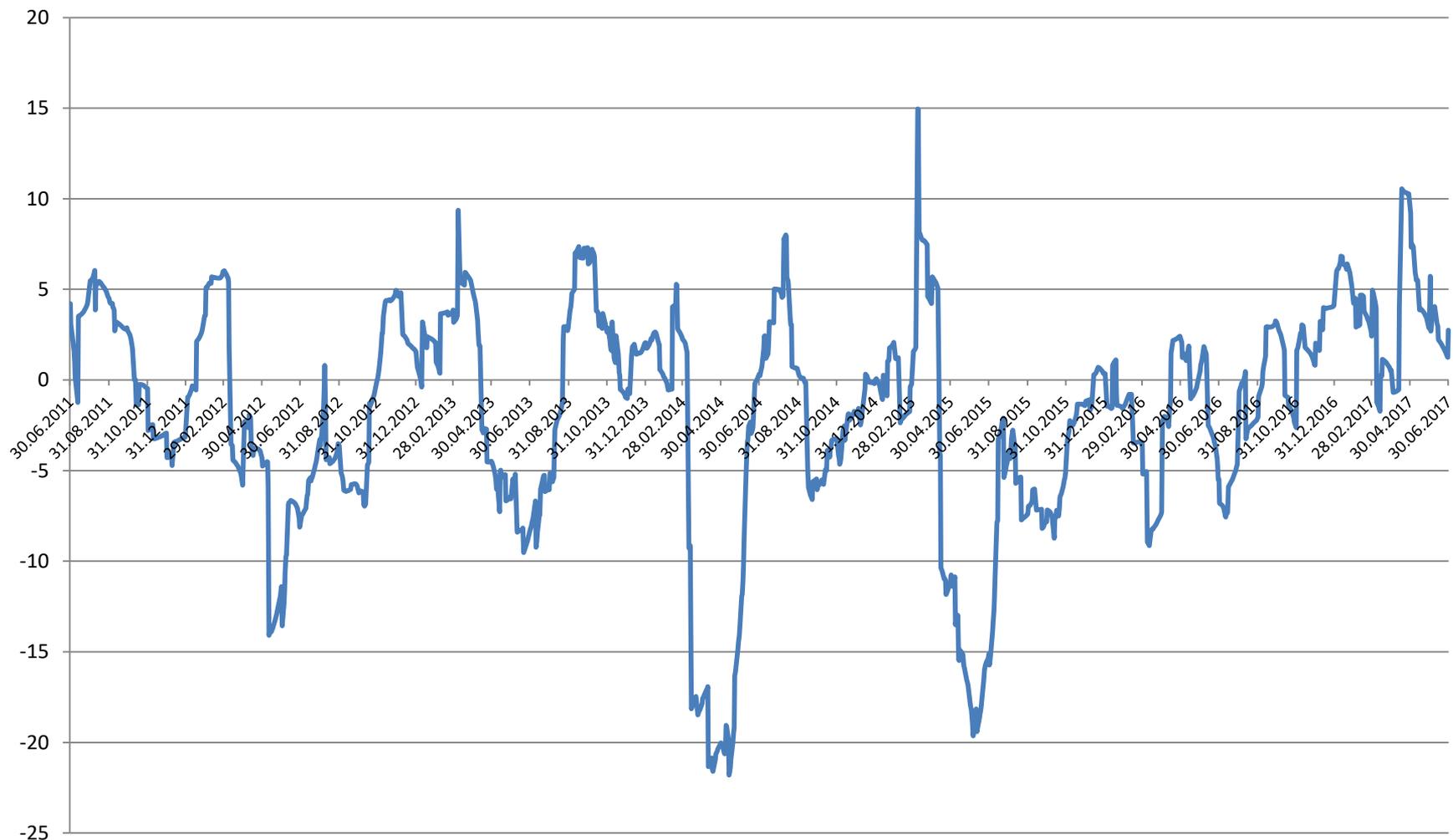
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Venta al por menor vs inflación CPI en China



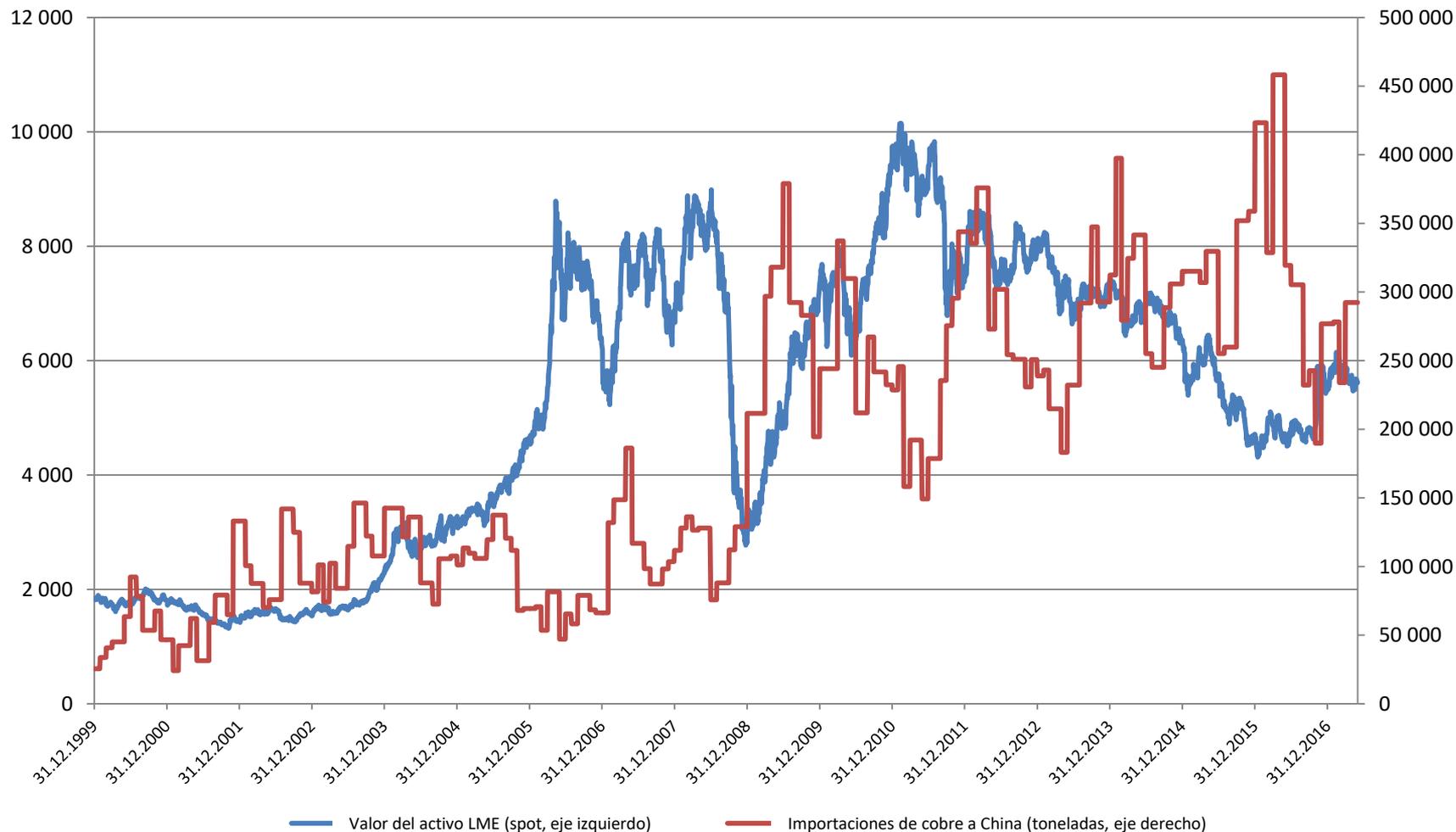
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Índice Citi Economic Surprise para China



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

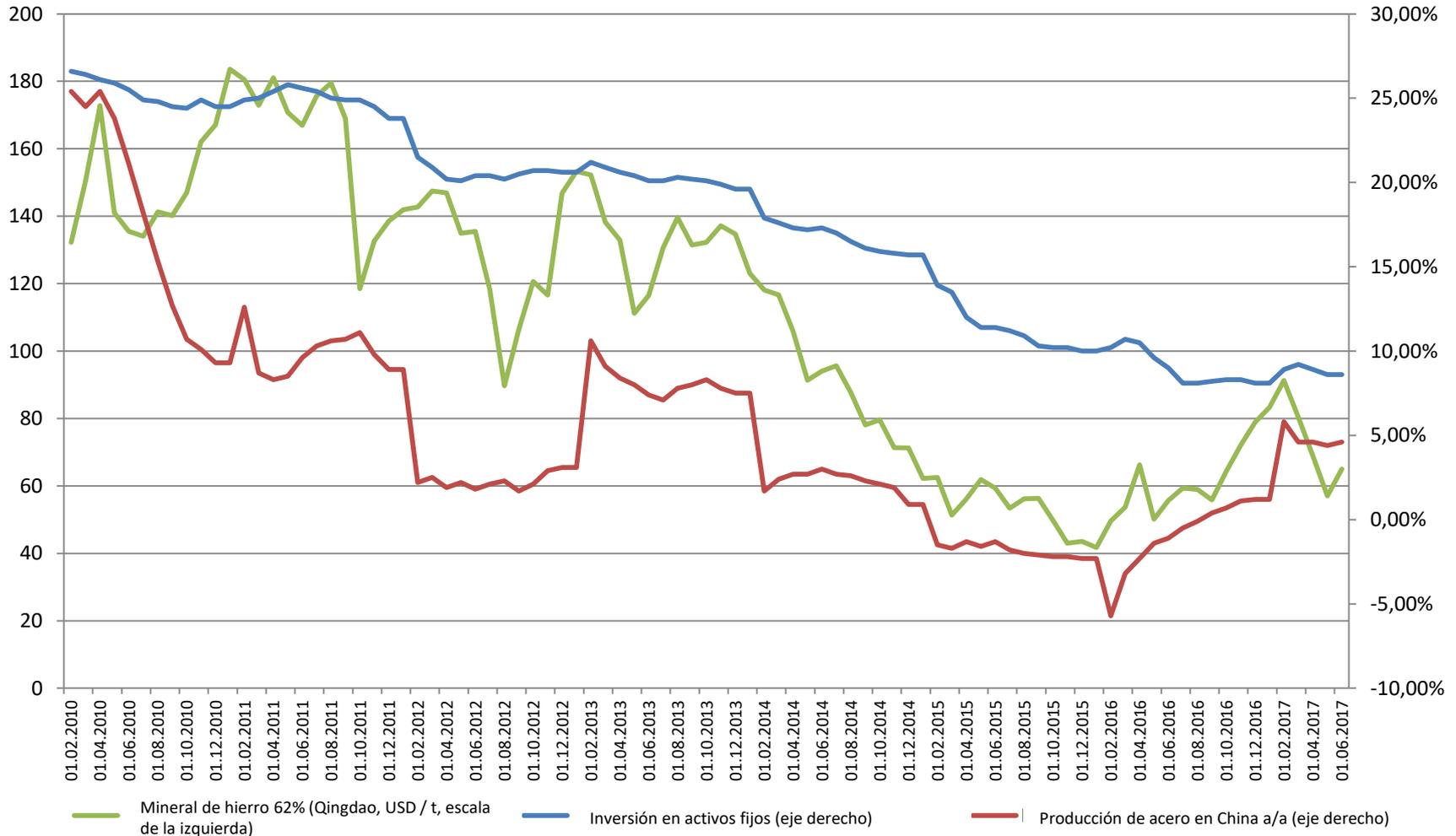
Importación del cobre a China vs precio del cobre



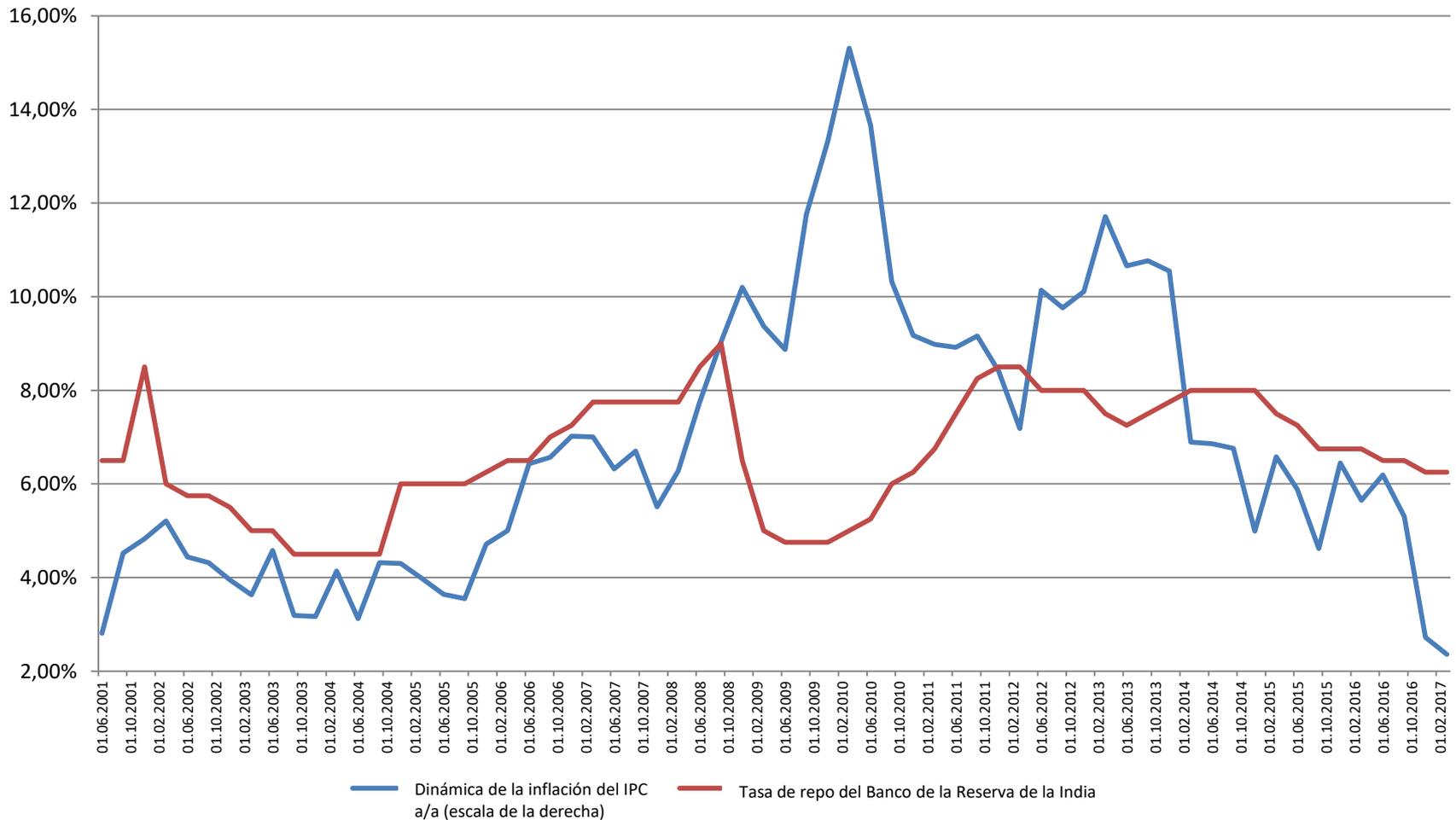
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Acero y mineral de hierro vs inversiones en el activo fijo

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

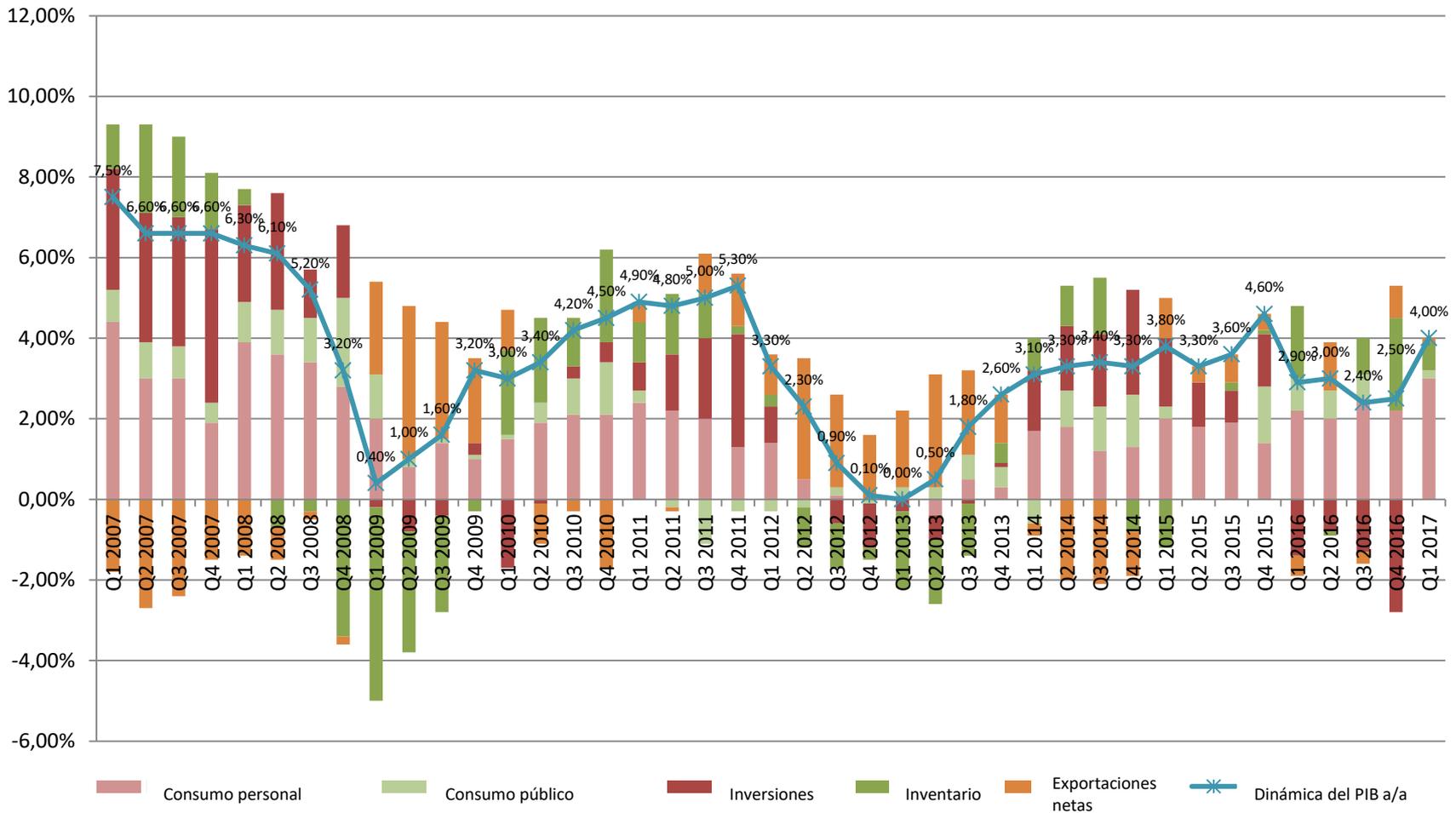


Inflación vs tasas de interés en India



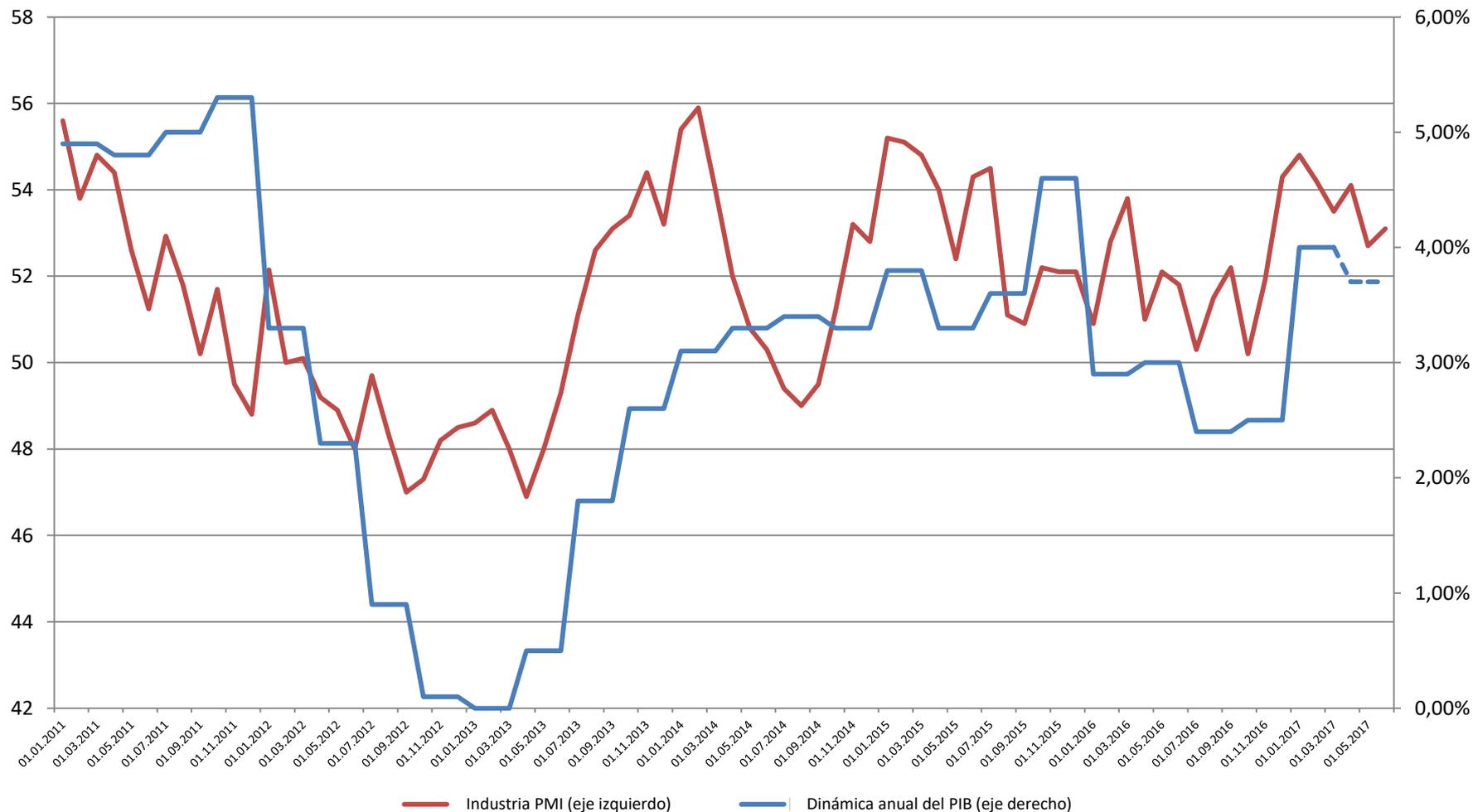
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Dinámica del PIB en Polonia + contribuciones al incremento económico



Fuente: Oficina General de Estadística, cálculos propios.

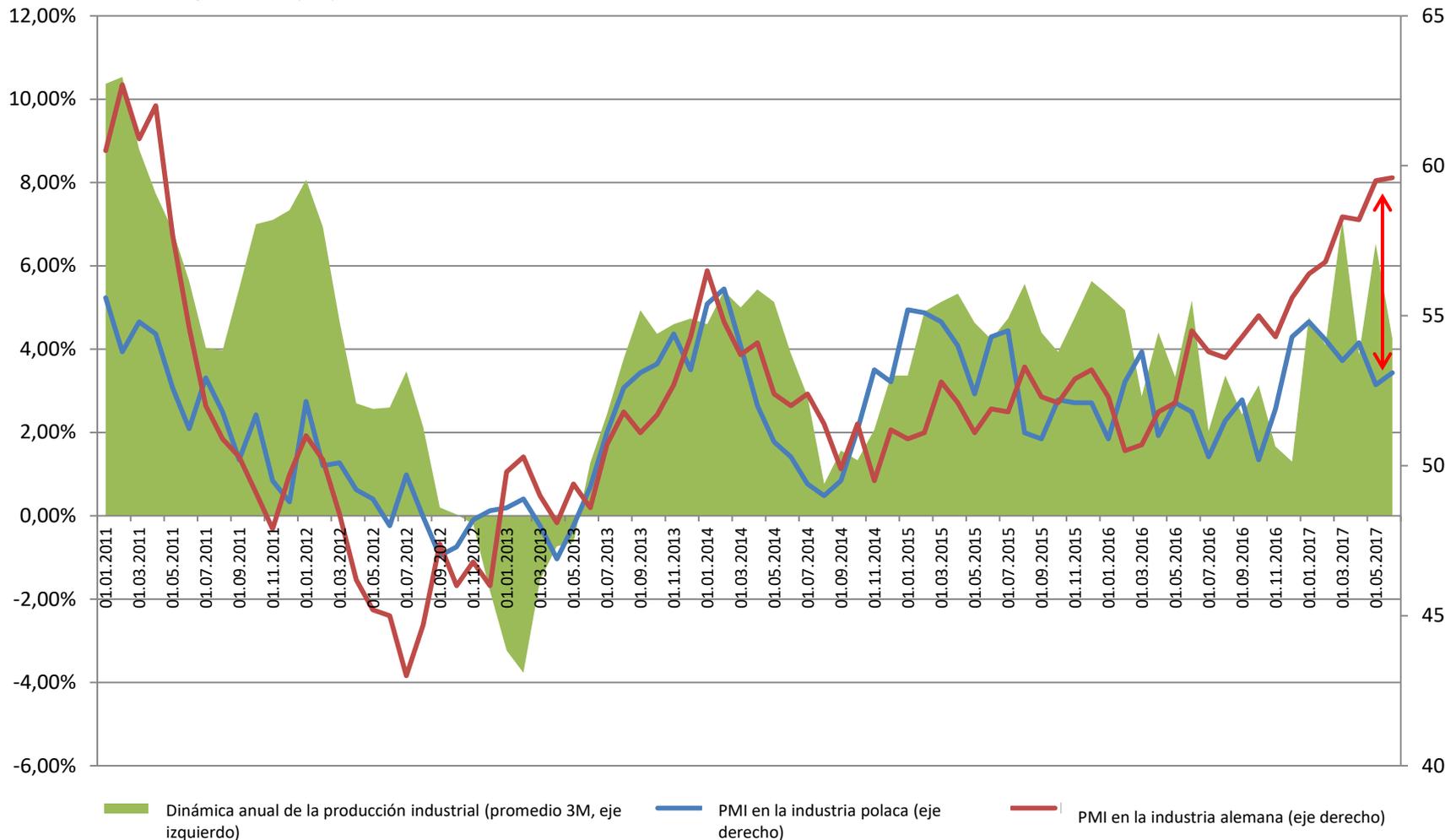
Dinámica del PIB en Polonia vs PMI en la industria



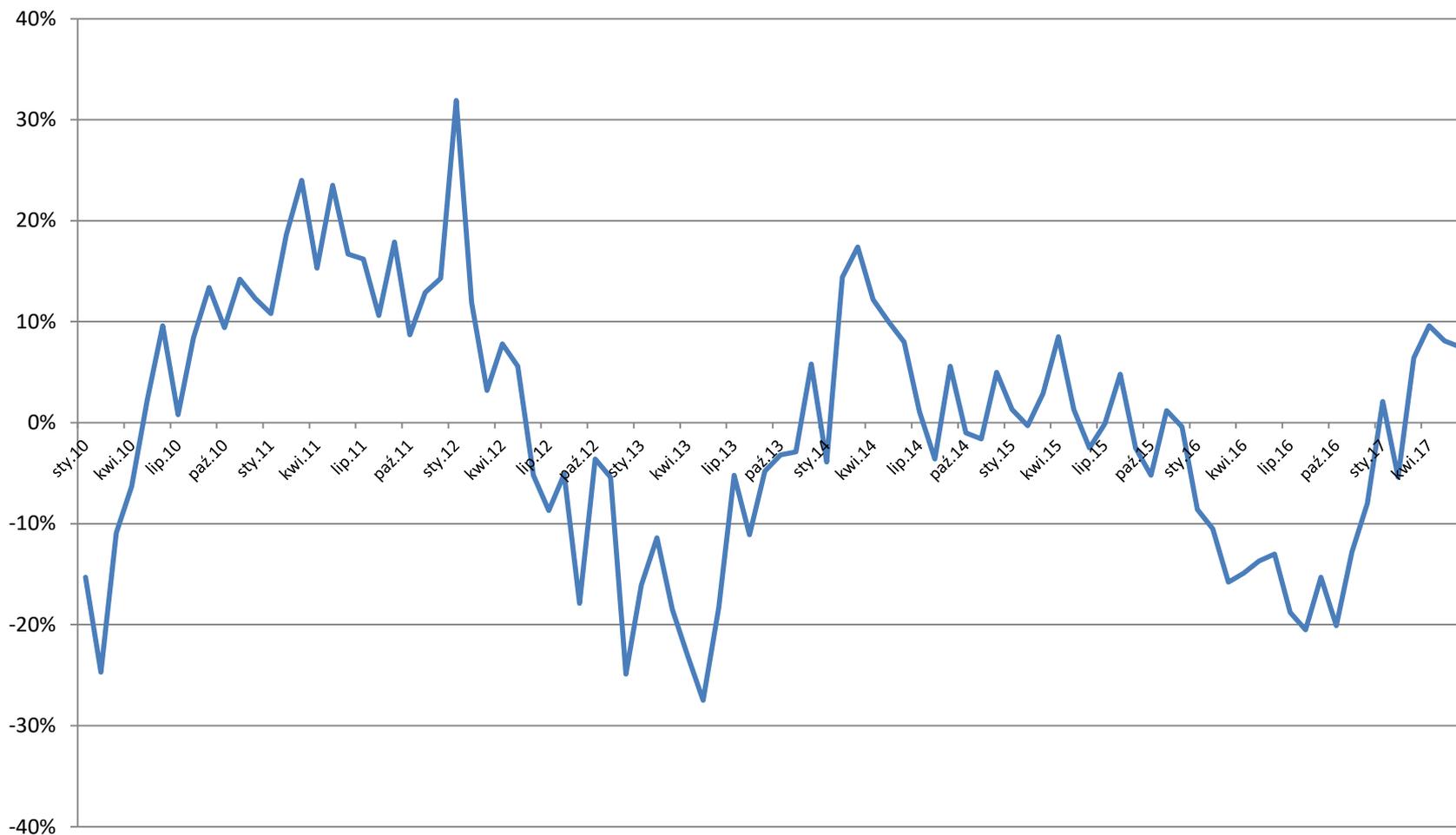
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Producción industrial vs PMI en la industria polaca y alemana

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

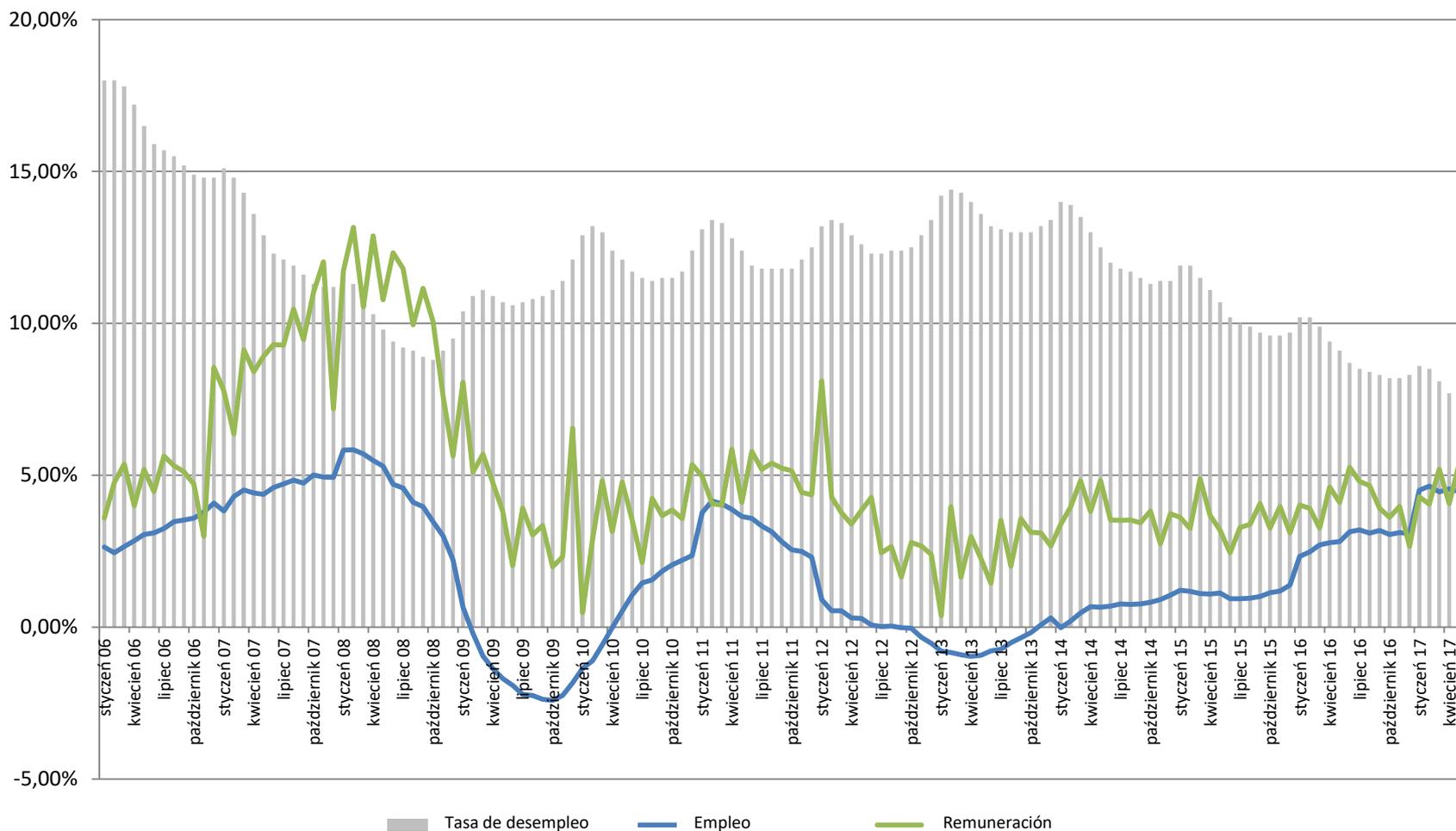


Dinámica anual de la producción de construcción y montaje en Polonia



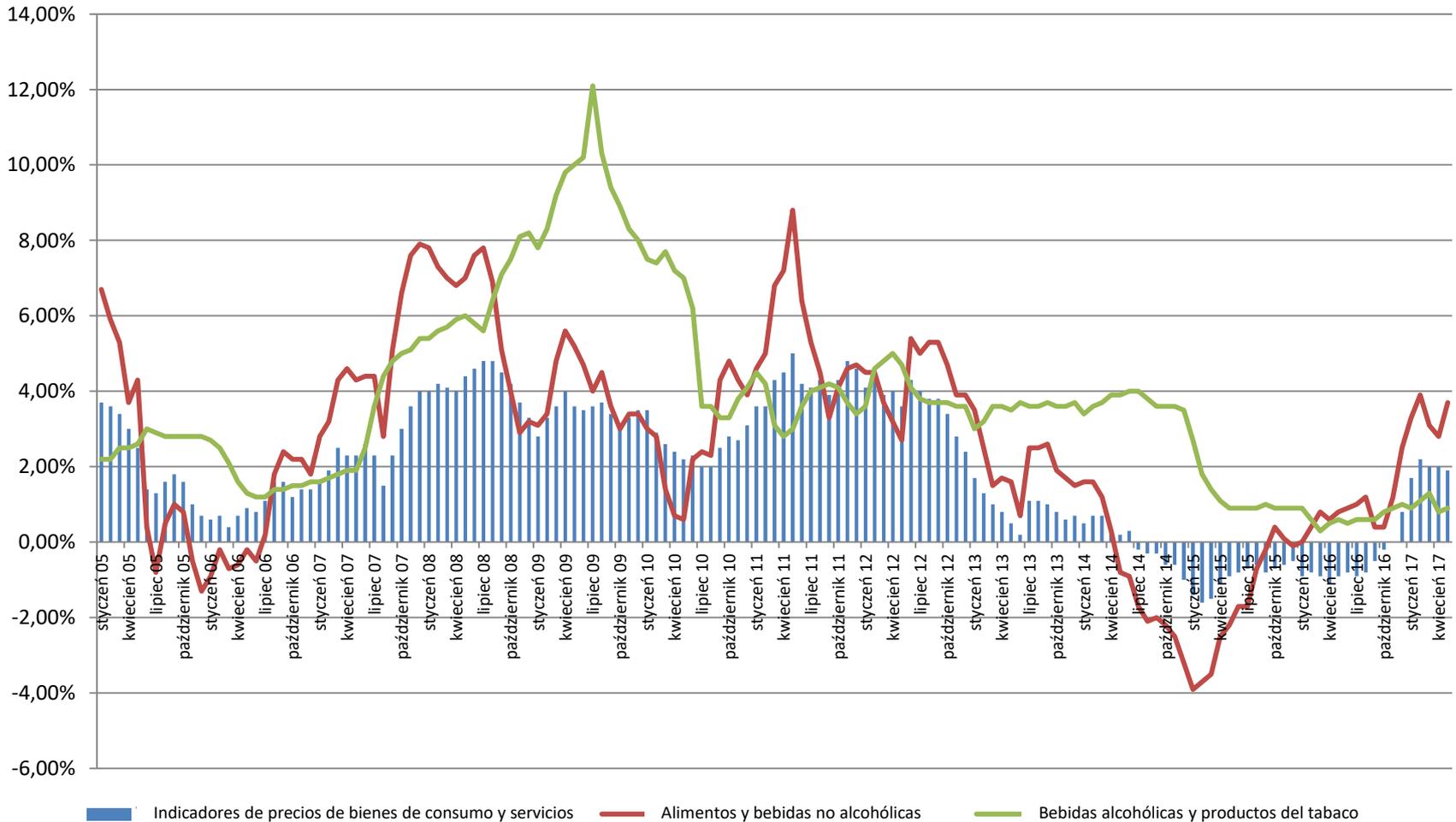
Fuente: Oficina General de Estadística, cálculos propios.

Situación en el mercado laboral polaco



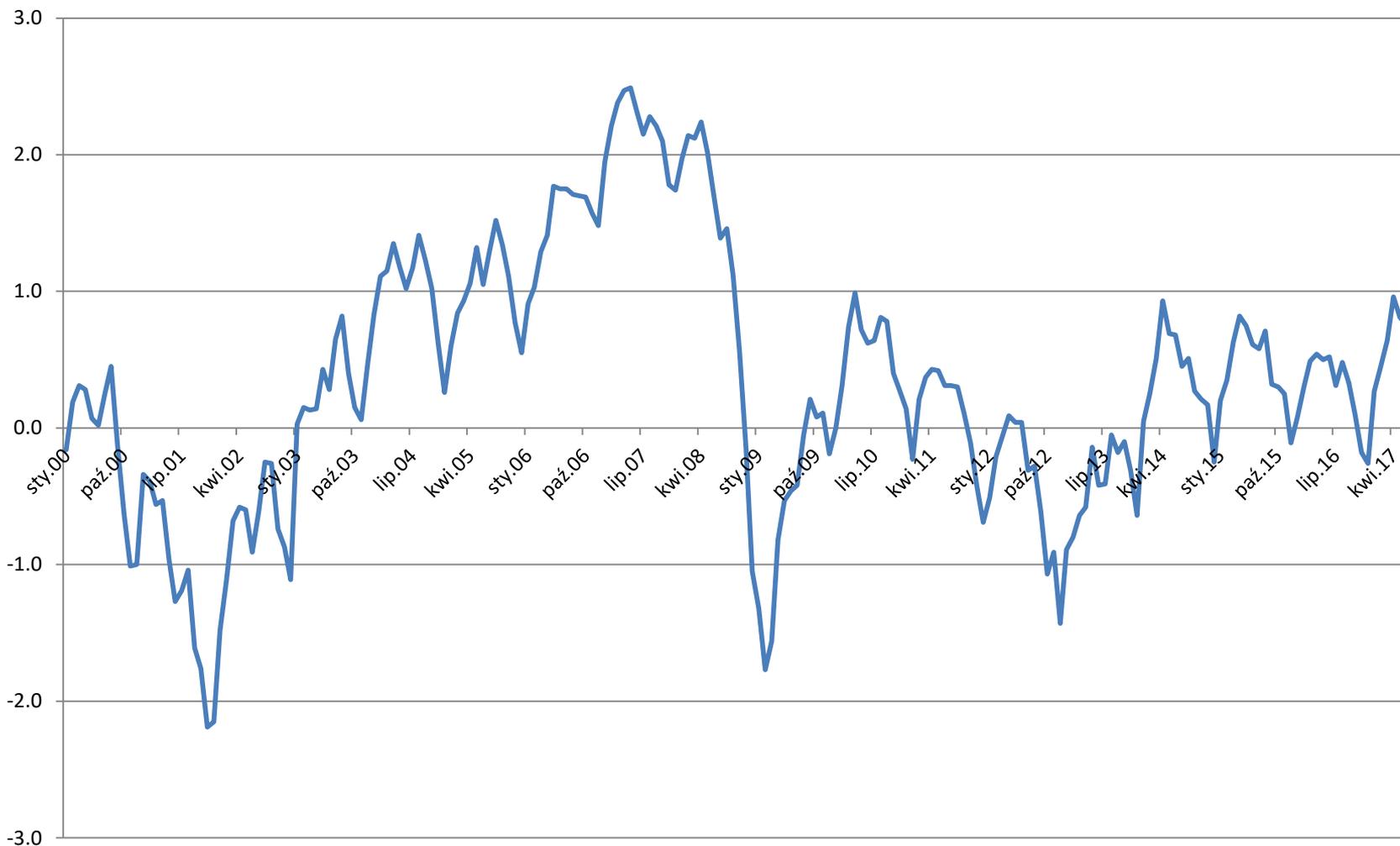
Fuente: Oficina General de Estadística, cálculos propios.

Dinámica de la inflación CPI en Polonia



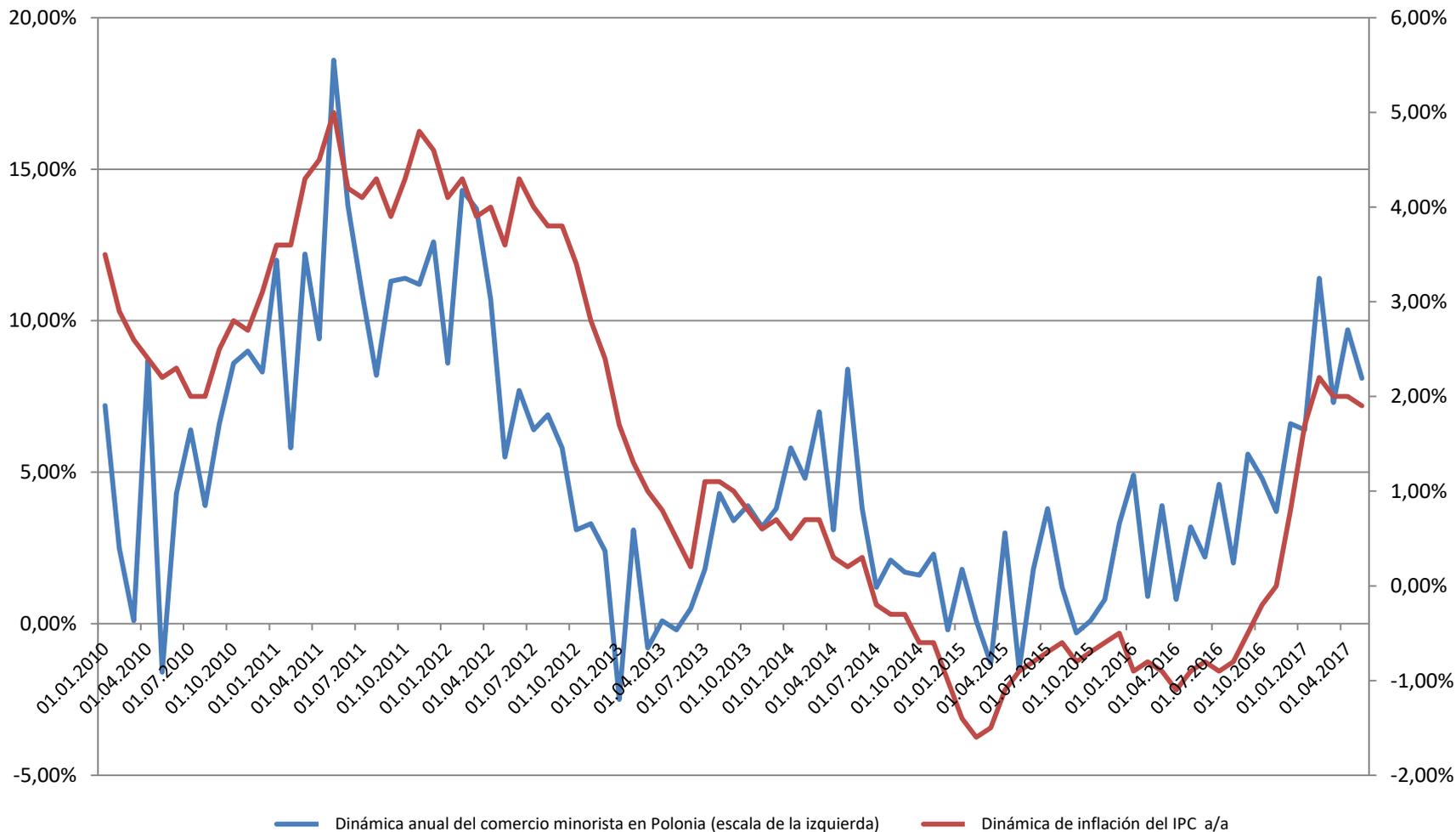
Fuente: Oficina General de Estadística, cálculos propios.

Indicador de la coyuntura general – procesamiento industrial



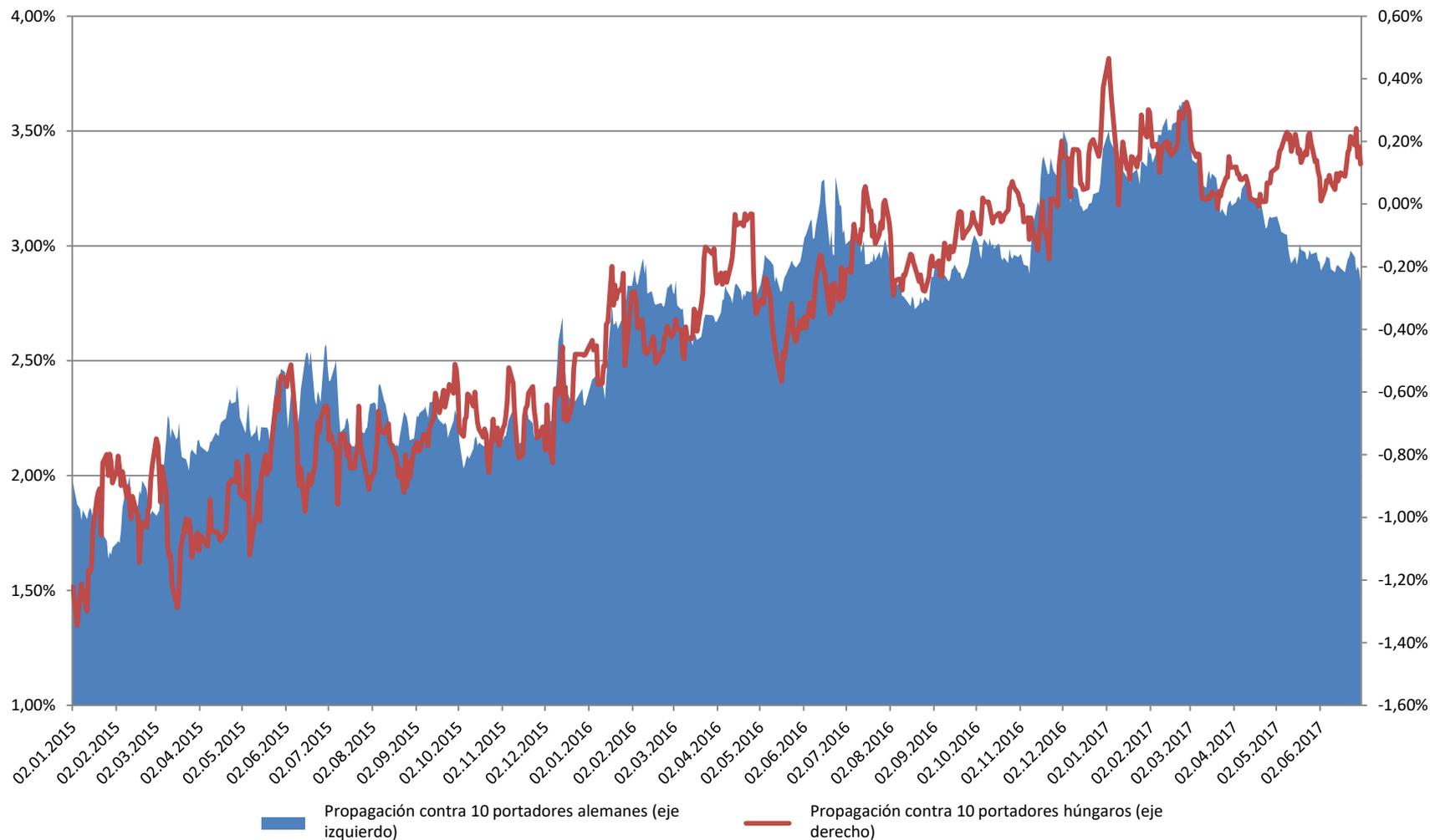
Fuente: Oficina General de Estadística, cálculos propios.

Polonia – venta al por menos vs inflación CPI



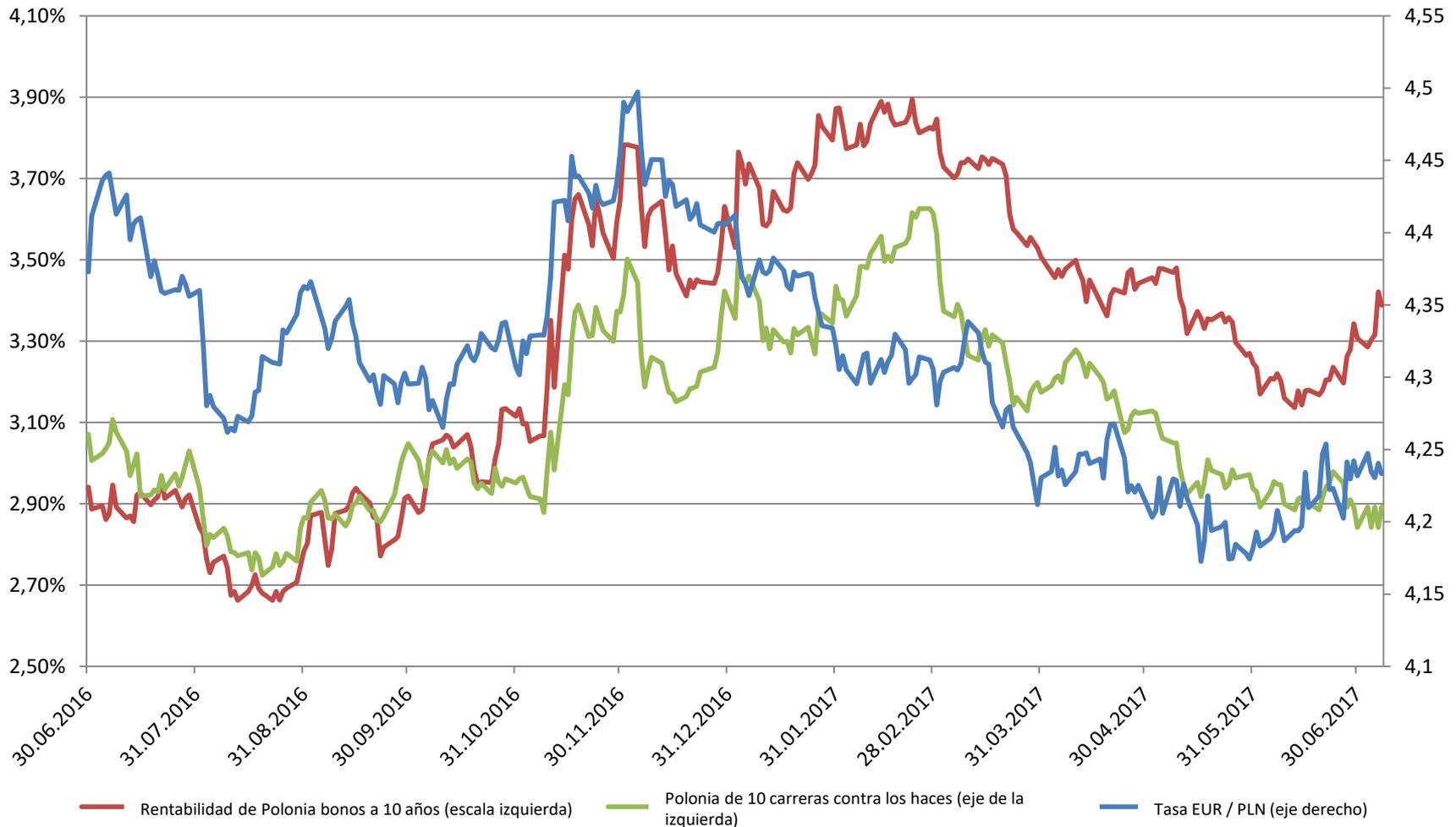
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Mercado de los bonos



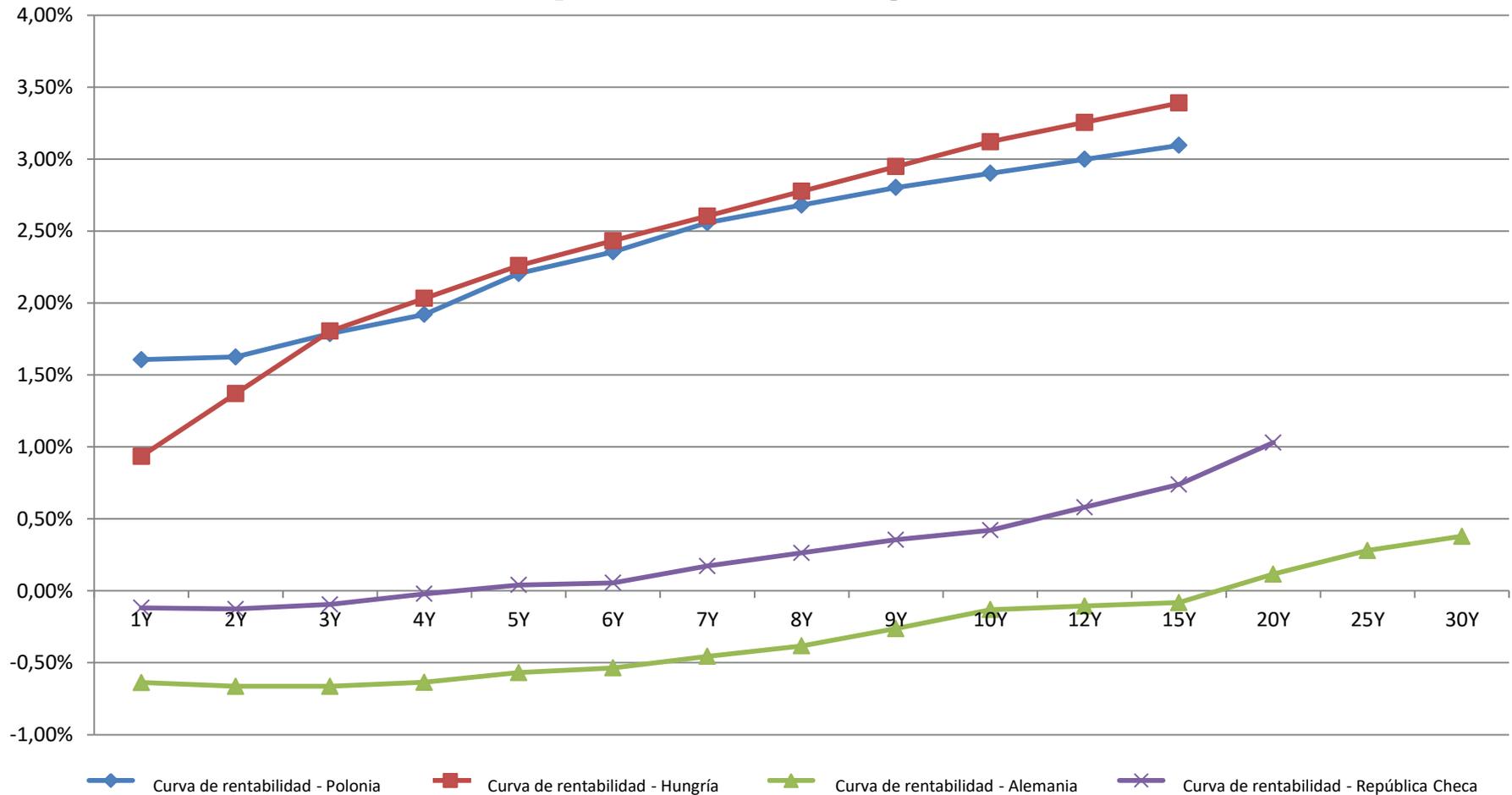
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Mercado de los bonos vs cotización EUR/PLN



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Formación y ubicación de las curvas de la rentabilidad de los países en la región



Fuente: Bloomberg, datos al 30/06/2017

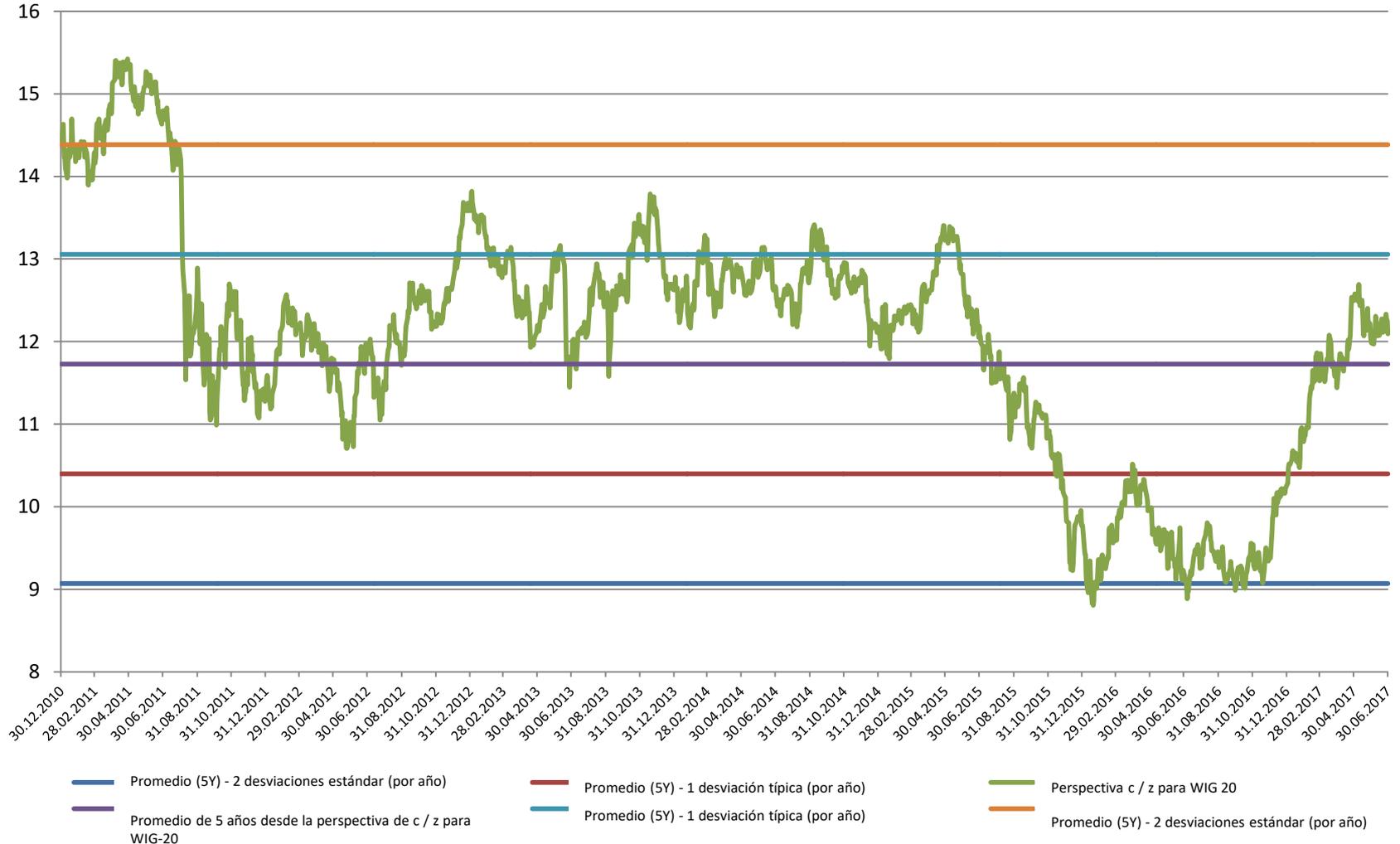
Relación entre los beneficios netos pronosticados MSCI EM y MSCI World



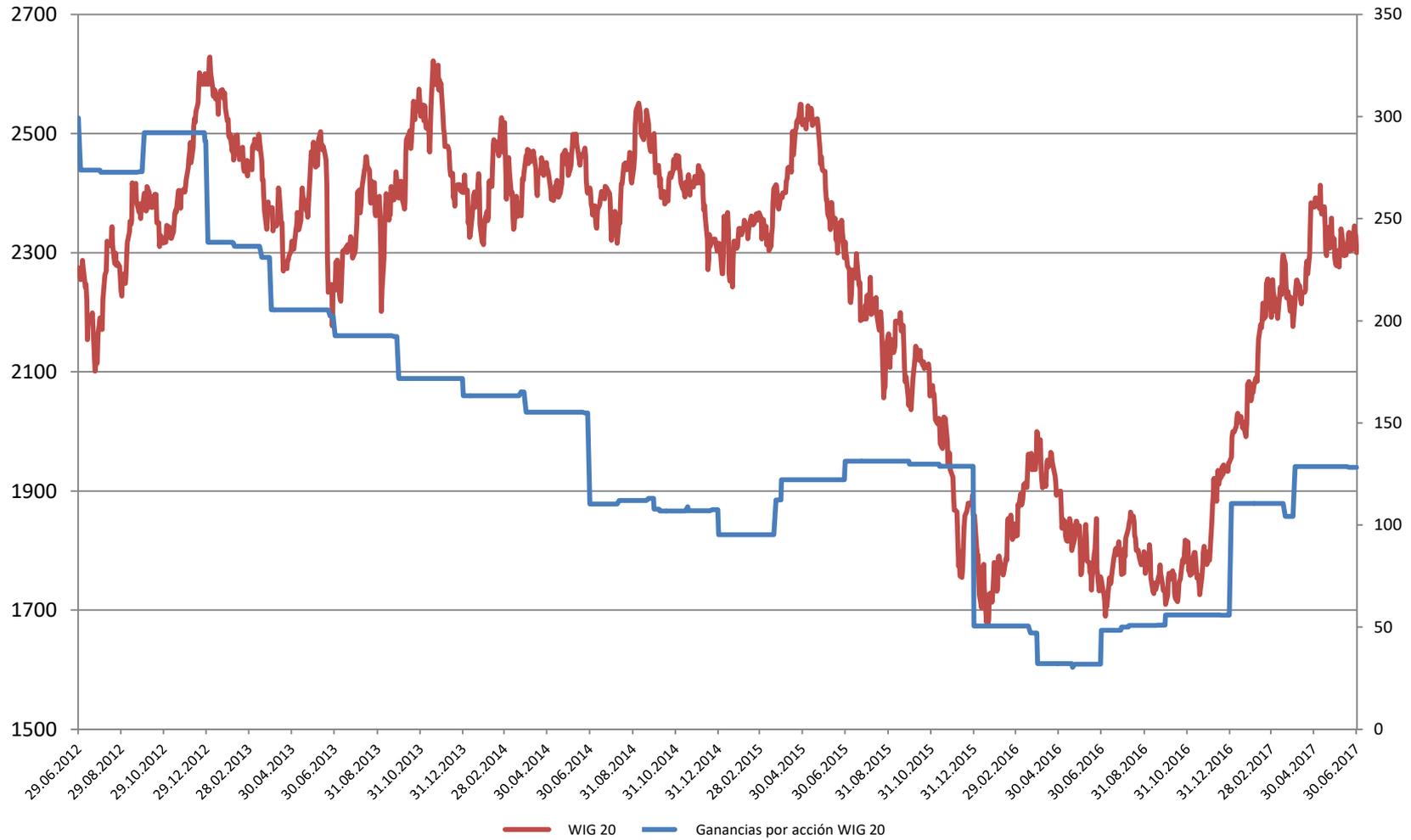
Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Precio/Beneficio para WIG20 históricamente

Fuente: Bloomberg, cálculos propios.



WIG20 vs beneficio de una acción para WIG20



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Ranking de los índices según los indicadores de mercado Precio/Beneficio y Precio/Valor contable

Índice	Precio/ Beneficio 2017	Precio/ Beneficio 2018
Russell 2000	29.32	22.49
NASDAQ100	20.94	18.33
S&P 500	18.63	16.64
MSCI India	17.78	14.46
MSCI World	17.33	15.71
MSCI Europe Small Cap	16.97	15.20
MSCI All Country World	16.69	15.10
MSCI Europe Mid Cap	16.15	14.87
STOXX Europe 600	15.78	14.45
CAC40	15.37	13.97
FTSE100	15.07	14.01
IBEX	14.79	13.51
FTSE/MIB	14.45	12.21
DAX	13.73	12.72
MSCI Emerging Markets	12.93	11.53
WIG	12.70	11.85
MSCI Brazil	11.84	10.75
MSCI Russia	6.34	5.62

Índice	Precio/Valor contable 2017	Precio/Valor contable 2018
NASDAQ100	4.60	4.07
S&P 500	2.96	2.76
MSCI India	2.65	2.30
MSCI World	2.24	2.11
MSCI All Country World	2.14	2.00
MSCI Europe Mid Cap	1.97	1.86
Russell 2000	1.88	1.73
MSCI Europe Small Cap	1.88	1.77
FTSE100	1.87	1.81
STOXX Europe 600	1.84	1.75
DAX	1.71	1.59
MSCI Emerging Markets	1.57	1.43
CAC40	1.52	1.44
IBEX	1.45	1.38
MSCI Brazil	1.43	1.35
WIG	1.34	1.25
FTSE/MIB	1.11	1.07
MSCI Russia	0.67	0.62

Fuente: Bloomberg, cálculos propios, datos al 30/06/2017.

Ranking de los índices según los indicadores de mercado EV/EBITDA y EV/Sales

Índice	EV/Sales 2017	EV/Sales 2018	Índice	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2018
NASDAQ100	3.21	2.92	NASDAQ100	12.12	10.89
S&P 500	2.33	2.22	Russell 2000	11.85	10.46
MSCI India	2.25	1.93	MSCI India	11.49	9.95
IBEX	2.08	2.00	MSCI Europe Small Cap	11.41	10.73
MSCI World	1.97	1.89	S&P 500	11.27	10.38
MSCI All Country World	1.93	1.84	MSCI World	10.53	9.79
MSCI Brazil	1.89	1.76	MSCI All Country World	10.22	9.48
MSCI Emerging Markets	1.67	1.55	MSCI Europe Mid Cap	9.11	8.77
Russell 2000	1.66	1.58	STOXX Europe 600	9.10	8.57
MSCI Europe Small Cap	1.62	1.56	IBEX	8.88	8.42
STOXX Europe 600	1.57	1.51	CAC40	8.43	7.87
FTSE100	1.52	1.47	MSCI Emerging Markets	8.41	7.70
WIG	1.36	1.29	FTSE100	8.29	7.83
CAC40	1.34	1.28	DAX	7.27	6.92
MSCI Europe Mid Cap	1.32	1.28	WIG	7.21	7.02
FTSE/MIB	1.21	1.18	MSCI Brazil	6.74	6.31
DAX	1.11	1.07	FTSE/MIB	6.28	6.26
MSCI Russia	1.03	0.96	MSCI Russia	4.22	3.86

Fuente: Bloomberg, cálculos propios, datos al 30/06/2017.

Indicadores – ranking de los índices

TOP3 MÁS BARATOS	
Precio/ Beneficio 2017E	Precio/ Beneficio 2018E
MSCI Russia	MSCI Russia
MSCI Brazil	MSCI Brazil
WIG	MSCI EM

TOP3 MÁS BARATOS	
Precio/Valor contable 2017E	Precio/Valor contable 2018E
MSCI Russia	MSCI Russia
FTSE/MIB	FTSE/MIB
WIG	WIG

TOP3 MÁS BARATOS	
EV/EBITDA 2017E	EV/EBITDA 2018E
MSCI Russia	MSCI Russia
FTSE/MIB	FTSE/MIB
MSCI Brazil	MSCI Brazil

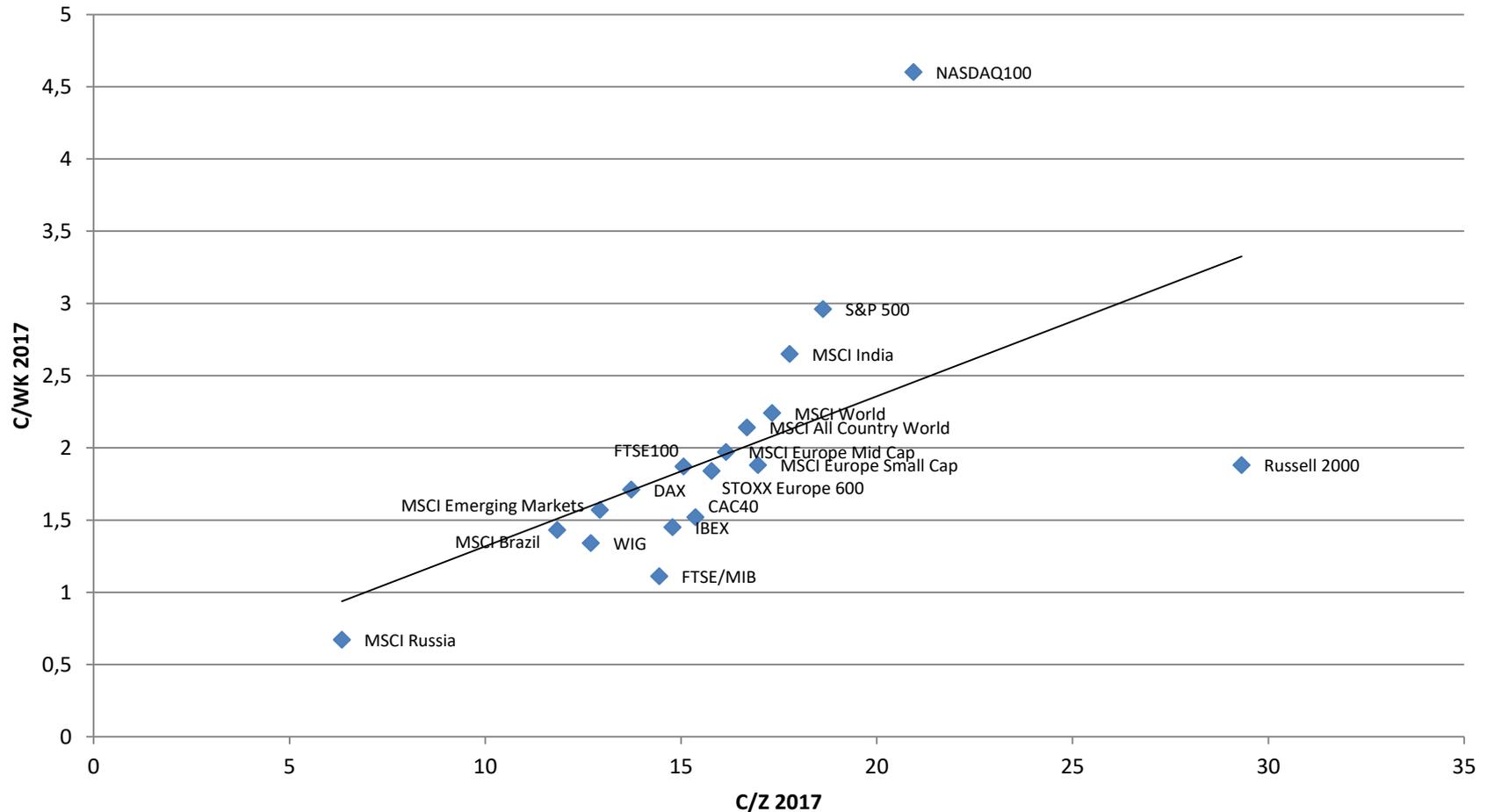
TOP3 MÁS BARATOS	
EV/Sales 2017E	EV/Sales 2018E
MSCI Russia	MSCI Russia
DAX	DAX
FTSE/MIB	FTSE/MIB

ÍNDICE	PUNTOS
MSCI Russia	72
FTSE/MIB	63.5
WIG	59
DAX	56
MSCI Brazil	55
MSCI Emerging Markets	49.5
CAC40	48
FTSE100	43
IBEX	39.5
STOXX Europe 600	38.5
MSCI Europe Mid Cap	36.5
MSCI Europe Small Cap	25.5
MSCI All Country World	24.5
Russell 2000	21
MSCI World	19.5
MSCI India	16.5
S&P 500	11.5
NASDAQ100	5

Comparando con el ranking anterior, aumentó el atractivo del mercado brasileño, pero es un resultado de otro escándalo de corrupción referente al presidente. Las acciones de las sociedades europeas y la cesta de los mercados emergentes siguen siendo relativamente más baratas, pero el atractivo relativo de esta cesta, a pesar de una caída fuerte en Brasil, disminuyó durante el trimestre. En resumen, hay que seguir prevaleciendo las acciones de los mercados emergentes y de Europa y buscar las ocasiones para las ocasiones cortas en el mercado estadounidense, especialmente en el sector tecnológico.

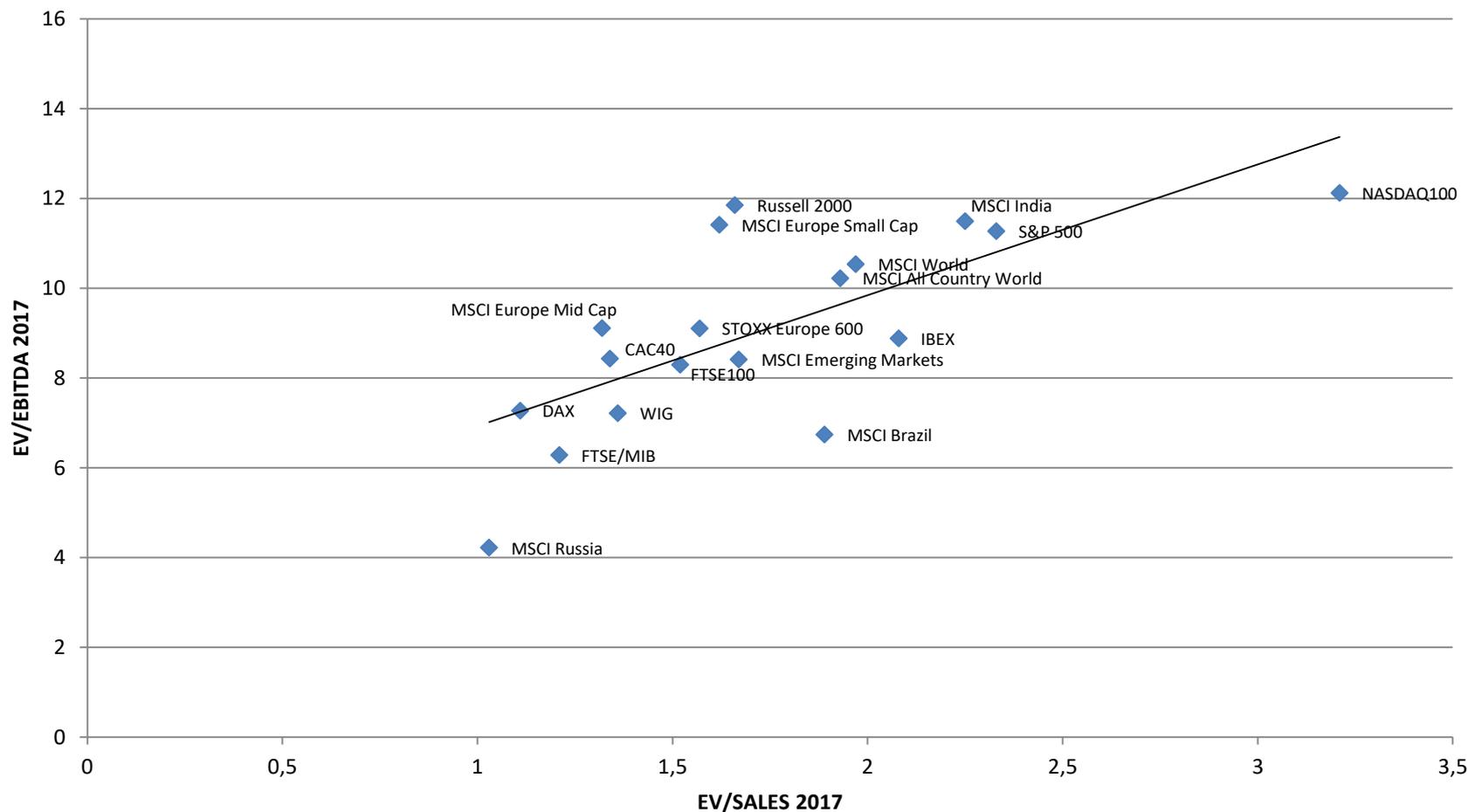
*El índice más barato recibe 18 puntos, mientras que el más caro 1 punto. El ranking total es la suma de los puntos de los subrankings a base de 8 indicadores.

Indicadores Precio/Beneficio 2017 y Precio/Valor contable 2017



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Indicadores EV/EBITDA 2017 y EV/Sales 2017



Fuente: Bloomberg, cálculos propios.

Pronósticos e indicadores de mercado para algunos índices

Índice	Ingresos 12 meses	EBITDA 12 meses	Beneficio neto 12 meses	Precio/Beneficio 12 meses	EV/EBITDA 12 meses	Tasa del dividendo 12 meses	Deuda neta /EBITDA
S&P 500	6.81%	18.10%	18.87%	18.18	10.99	2.13%	1.27
Russell 2000	9.80%	43.30%	67.11%	26.71	12.03	1.24%	3.09
MSCI World	5.25%	15.96%	26.24%	17.07	10.34	2.54%	2.03
MSCI World Small Cap	29.55%	82.78%	-45.52%	20.25	8.02	2.27%	2.54
MSCI Europe	-0.86%	13.53%	55.60%	15.62	8.81	3.44%	3.51
MSCI Europe Small Cap	13.65%	26.99%	24.17%	17.91	10.28	2.55%	3.5
MSCI Emerging Markets	6.92%	15.06%	20.77%	12.7	8.3	2.69%	1.52
MSCI EM Small Cap	35.98%	66.07%	490.94%	3.56	9.2	2.11%	1.71
MSCI Poland	6.96%	15.67%	50.77%	11.8	6.55	2.47%	1.69
MSCI Russia	5.82%	20.71%	25.20%	5.5	3.84	8.71%	0.32
MSCI Brazil	-4.41%	22.09%	35.43%	11.78	6.65	3.95%	2.81
MSCI China	11.74%	28.68%	17.39%	13.43	10.13	2.09%	1.19
MSCI India	12.58%	3.24%	15.59%	18.65	11.94	1.59%	2.94
MSCI Japan	5.22%	8.63%	14.14%	14.66	9.35	2.17%	1.11
MSCI AC Asia Ex. Japan	7.86%	13.16%	13.83%	13.51	9	2.43%	1.26

Fuente: Bloomberg, cálculos propios, datos al 23/06/2017.