



# ANÁLISIS

## de mercado

ABRIL 2018



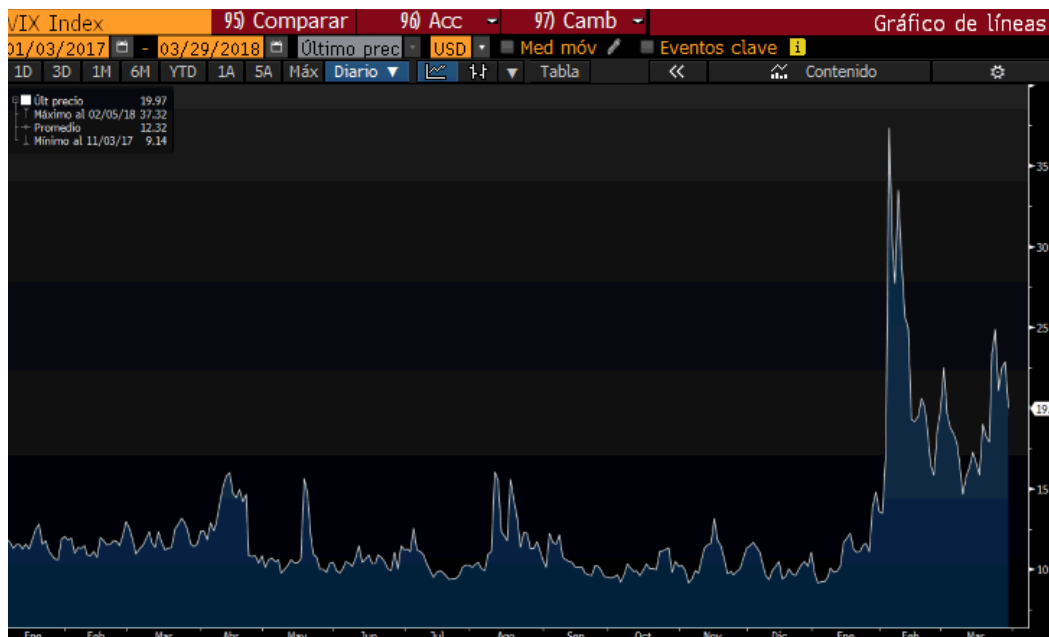


# 2018

## Análisis de mercado 2018

### ENFOQUE GENERAL

El primer trimestre del año se ha cerrado con fuertes caídas de los índices bursátiles. En el desarrollo del año, sólo el índice de Italia y el Nasdaq 100 terminaron el trimestre en positivo. Los principales índices de Europa han caído la mitad de lo que lo han hecho los tres principales estadounidenses. En el caso del Ibex descendió por encima de la media en lo que llevamos de año. La situación macroeconómica global arroja la evidencia de que la volatilidad va a afectar en gran parte a las inversiones a diferencia de 2017, que tuvo una volatilidad mínima histórica.



**“La imagen hace referencia al índice Vix, el cual está medido en dólares y sus datos ya representan porcentaje”. Fuente: Bloomberg.**

Las Bolsas afrontaban este cierre de mes uno de los eventos relevantes del trimestre: el vencimiento trimestral de futuros y opciones sobre índices y acciones, la cuádruple hora bruja. Una cita que suele añadir volatilidad a los índices. El Vix, que mide la volatilidad del S&P 500, cerró marzo en 20%. El movimiento de los bonos y, más recientemente, la amenaza de guerra comercial son los principales factores detrás del mal comportamiento de la Renta variable en el mes, con las Bolsas desarrolladas liderando el retroceso. La volatilidad alcanzaba 25% en su peor día, finalizando el periodo en el 19,97%.

En el terreno económico, un gran dato de creación de empleo en EE. UU. sin presiones salariales preocupantes habla a favor del escenario favorito del mercado para el resto del año, el conocido como “dorado” (crecimiento sin inflación). En inglés, Goldilocks, define la situación en la que no aumenta demasiado el crecimiento, no hay inflación alta, pero tampoco recesión; estamos ante una economía estable. Este trimestre, destacó el hecho de que volvieran a subir un cuarto de punto los tipos y el anuncio de Trump de un arancel nuevo con el objetivo de reducir el superávit comercial de China.

El crecimiento de la actividad del sector privado de la zona euro se atenuó en marzo a mínimos desde principios del año pasado, según refleja el índice PMI compuesto, que bajó a 55 puntos desde los 57 de febrero, según los datos publicados por IHS Markit.

En Europa reinaban los datos políticos, el Reino Unido ha firmado una prórroga para el Brexit que terminará en 2020, Italia está acerca de formar una Gran Coalición y Alemania tendrá su Gran Coalición con Merkel perdiendo terreno. La tendencia de un euro fuerte sigue siendo un lastre para las Bolsas europeas. El euro se aprecia frente al dólar por la creencia de que Estados Unidos no puede mantener este ritmo de crecimiento y por la derrota en reformas políticas del presidente. A los consumidores les resulta más caro nuestros bienes, lo que empeora la balanza comercial y perjudica a las empresas exportadoras. Para el BCE el abaratamiento en importaciones de bienes como el barril de Brent, es un problema para la inflación.

China trabaja con una lista de 128 productos estadounidenses, a los que aplicará aranceles del 15% o 25% si fracasan las negociaciones sobre los aranceles de Donald Trump.

El mercado estará pendiente del Beneficio por acción (BPA). Este incluye, crecimiento de mercado y/o cuota, diversificación e innovación y expansión del margen. Las claves serán, directamente el crecimiento del beneficio, por dividendos y expansión/contracción.

Se espera una corrección del crédito por caída del soberano. Este año, en el crédito high yield (baja calificación), sólo se invertirá si se tiene mucha confianza en la empresa.

Las Value stocks (empresas que cotizan por debajo de sus competidores) en Europa no han crecido como los rendimientos de los bonos y empiezan a crecer en parte por los BPA, donde el MSCI Europe llevaba muchos años sin crecer y desde mediados de 2016 ha estado haciéndolo. Si los tipos repuntan, afectará a los spreads y habrá más flujos, pero más volatilidad. Si sube el bono americano, conllevará una subida del alemán, el bono de referencia en Europa.

## RENTA FIJA

En **Renta Fija**, la Reserva Federal elevó este trimestre los tipos de interés, motivada por las mejores perspectivas en la economía lo que ya está llevando a la inflación al objetivo de intervención de la FED. En 2007 los tipos estaban en 5,75%, pero a raíz de la crisis se redujeron hasta establecer el mínimo histórico en diciembre de 2008 (0% y 0,25%), que perduró hasta diciembre de 2015, cuando la presidenta de la Fed, Janet Yellen, decidiera comenzar a endurecer la política monetaria con la primera subida de un cuarto de punto (0,25% y 0,5%). Con la siguiente subida de 2016 y las tres que hubo en 2017, el año terminó entre el 1,25% y 1,5%. Este año habrá otras tres subidas, con posibilidad de una cuarta.

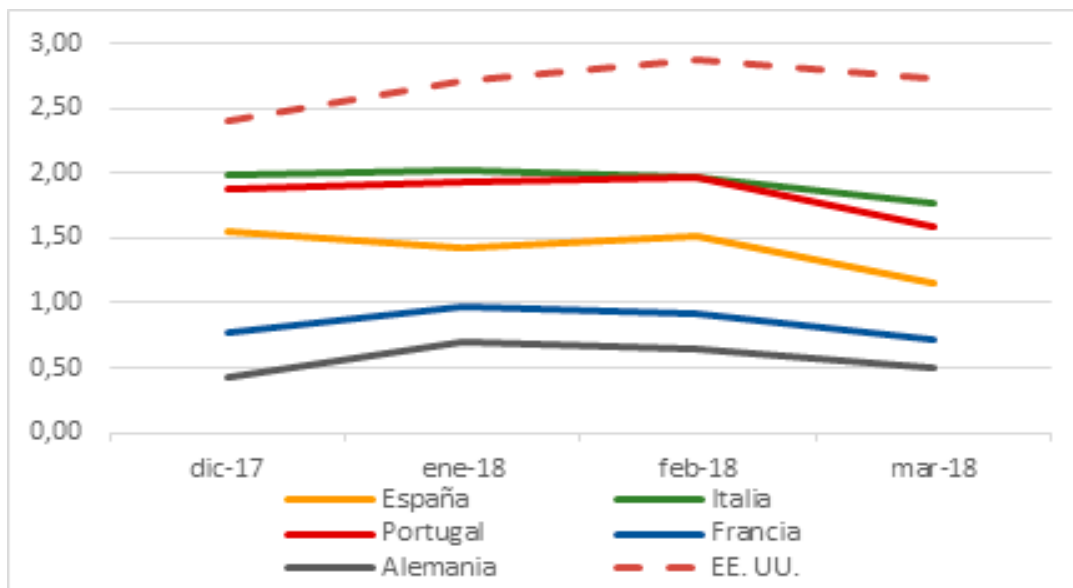
La agencia de calificación Standard & Poors ha difundido la calificación de la deuda soberana de España, que ha revisado al alza desde la BBB+ hasta la A- con perspectiva positiva. Asimismo, ha elevado su previsión de crecimiento para 2018 al 2,7%. La inflación de España en marzo fue de 1,3% frente a 1,4% la Zona Euro y el 2,2% de Estados Unidos. Persisten las perspectivas negativas para los valores de deuda pública en dólar y euro, con largos plazos de vencimiento. La rentabilidad del bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años tiene un precio objetivo superior al 3%. El bono alemán ha subido sólo 0,1% en el trimestre. Este mes cayeron las TIRes (particularmente del bono alemán) y esto se ha trasladado de manera generalizada a financieras, con los valores alemanes (D. Bank y Allianz) liderando las caídas.

Analistas recomiendan el índice italiano, que sería el de menor sensibilidad a las divisas por su carácter más doméstico. La deuda soberana ha estado apoyada por una huida a la calidad, con sorpresas bajistas en datos macro y moderación de expectativas de normalización monetaria. Así ha habido un aplanamiento de las curvas de tipos y ampliación de los diferenciales a favor de EE. UU.



# Análisis de mercado 2018

Comportamiento relativamente favorable de la deuda periférica europea, apoyada por la menor incertidumbre política tras la reedición de la Gran Coalición en Alemania. Modesta ampliación de los diferenciales de crédito por segundo mes consecutivo.



“El gráfico muestra el desarrollo de los bonos gubernamentales durante el primer trimestre del año”.  
Fuente: Elaboración propia

## RENDA VARIABLE

En **Renta Variable**, no volveremos al mismo nivel de volatilidad del pasado reciente (mayor volatilidad exigiría primas de riesgo más altas). Seguramente no habrá un rápido retorno a máximos anteriores. Los índices europeos, siguen considerándose una buena inversión pese a las recientes turbulencias en las Bolsas mundiales. El mercado con mejores expectativas está en los países asiáticos emergentes.

De las principales Bolsas, sólo la italiana y el Nasdaq 100 cerraron el trimestre positivamente en 2,6% y 2,9% respectivamente. El Ibex descendió un 4,4% donde los principales índices de Europa han caído más de un 2% en marzo, la mitad de lo que lo han hecho los tres estadounidenses.

El dólar acusa la deriva proteccionista de Trump y cae tanto frente a divisas desarrolladas como emergentes. Esto ocurre en un momento en el que EE. UU. ha impuesto aranceles a paneles solares y lavadoras, plantea represalias similares para el acero y el aluminio, mientras las brechas comerciales con algunos países, véase México, se utilizan como moneda de cambio en la revisión del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Eso sí, mientras uno de los objetivos principales de Trump sea el de aumentar las exportaciones, un dólar débil, le servirá de apoyo.



“El gráfico compara el Índice Eurostoxx con el S&P 500”. Fuente: Bloomberg.

Los futuros de petróleo subieron más de un 2,5% después de que las reservas de crudo en EE. UU. hayan caído más de lo esperado por el mercado. El barril de Brent consiguió cotizar por encima de los 70 dólares por unidad. La debacle de la industria petrolera en Venezuela, la mejora de las expectativas de consumo y el descenso de las reservas de crudo han causado una revalorización trimestral del 5%. La pobre producción de Venezuela puede ser suficiente para crear un déficit en la oferta de petróleo. Este déficit sería vital para reducir el número de inventarios a nivel mundial y empujar hacia arriba los precios del crudo.

## EE.UU.

Como apoyo positivo al mercado, destacó el optimismo del presidente de la Fed, Jerome Powell, que invitó a pensar en cuatro subidas de tipos en el año, frente a las tres previstas.

Los expertos hacen referencia a un proteccionismo americano que se materializa, pero que también parece diluirse poco a poco, y un sector tecnológico más vulnerable debido a las presiones regulatorias tras el fallo de Facebook y las presiones fiscales en la UEM.

No hay que olvidar que la rebaja fiscal anunciada por Donald Trump a mediados de diciembre ha recortado el impuesto de sociedades al 21% desde el 35%, lo que debería traducirse en ahorros impositivos visibles en las cuentas de resultados.

Entrando en el tema político, el asesor de Seguridad Nacional, H.R. McMaster, abandonó la Casa Blanca y Trump escoge a John Bolton, conocido por sus polémicas posiciones en política exterior, que puede tener más trascendencia que el anuncio de acciones comerciales contra China y las nuevas restricciones a sus inversiones en tecnológicas estadounidenses. El plan de imponer aranceles del 25% sobre 60.000 millones de dólares de exportaciones chinas a EE. UU. hizo caer la Bolsa en marzo y poner en duda si se efectuarán más medidas parecidas con el resto del mundo.

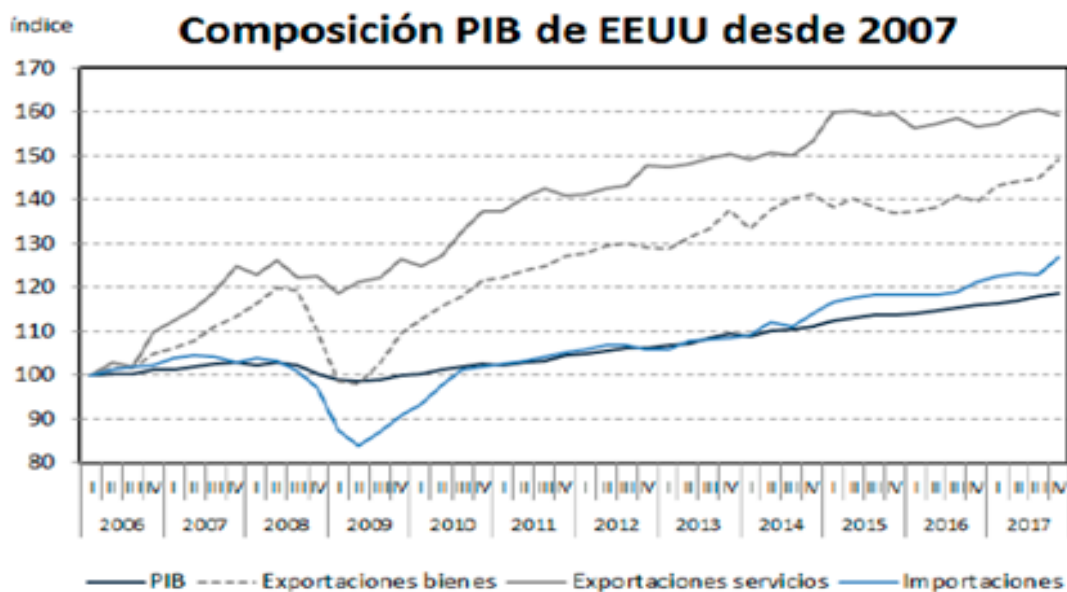


# 2018

## Análisis de mercado 2018

China trabaja con una lista de 128 productos estadounidenses, incluidos frutas y carne de cerdo, a los que aplicará aranceles del 15% o 25% si fracasan las negociaciones con Washington. Estas medidas de represalia responden a los impuestos estadounidenses sobre las importaciones de acero y aluminio que entraron en vigor la semana pasada, así como a la amenaza de Trump de aplicar impuestos adicionales en hasta 60.000 millones de dólares de importaciones chinas.

En la economía norteamericana, los sectores servicios y tecnología son predominantes, y la industria pesada es ahora algo periférico. Tras las medidas de Trump, podría darse el caso de que el número de empleos conservados en la industria acerera acaben siendo menos que los empleos destruidos en sectores afectados por las represalias. El hierro y el acero representan tan sólo un 1,5% de todas las importaciones de los Estados Unidos. El aluminio representa el 0,7%. Así pues, el impacto en inflación y crecimiento USA será mínimo. La última semana de marzo, Trump anunció un preacuerdo con Corea del Sur por el que Washington eximirá a Seúl de sus aranceles al acero, aunque mantendrá su barrera del 10% a las importaciones de aluminio surcoreano. En definitiva, el objetivo principal de Trump es reducir el superávit comercial de China con EE. UU. en 100.000 millones de dólares. El presidente se queja de los desequilibrios bilaterales, las transferencias forzadas de tecnología, el exceso de capacidad y la inversión directa de China en el extranjero. El déficit comercial de Estados Unidos es de 566.000 millones de dólares anuales.



“Gráfico del PIB y la Balanza Comercial de EE. UU.”. Fuente: Bloomberg.

Respecto al impacto final de la reforma fiscal sobre la actividad del país, provocará un efecto a la baja sobre los ingresos públicos y al alza sobre el déficit público; habrá que ver el saldo final en clave de dinamización de la actividad. Las empresas ya están trasladando a sus empleados y accionistas parte de los recursos liberados por la reforma, aunque éstos han llegado en un momento ya maduro del ciclo.

En los últimos años, los consumidores de EE. UU. se han beneficiado de la mayor predisposición de la banca para conceder financiación destinada al consumo y que se tradujo en unas condiciones más favorables, aunque éstas ya no lo son tanto desde 2017. Empresas estadounidenses ejercieron la política de endeudarse para retribuir al accionista y la contrapartida es que algunas tienen más deuda, pero no mayor capacidad para generar recursos y afrontarla.

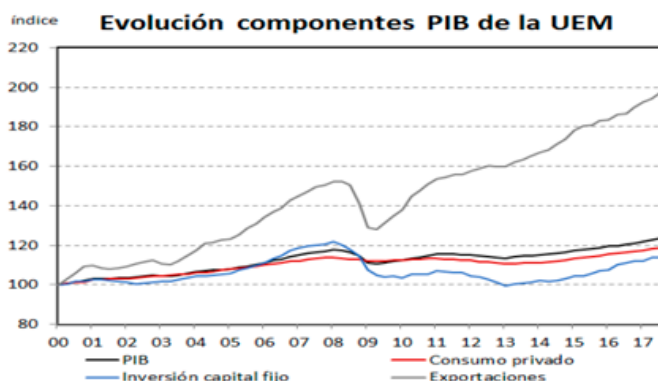
## EUROPA

La tendencia de un euro fuerte sigue siendo un lastre para las Bolsas europeas. Hay un constante debate sobre porque se aprecia el euro a pesar de las expectativas de subidas de tipos de la Fed. Hasta el 2016 cuando la Fed estaba en proceso de retirada de su QE y mientras que el BCE estaba en plena expansión monetaria, el dólar se apreció. A partir de entonces y después de que el BCE empezara a dar indicaciones sobre la retirada del QE, este diferencial comenzó a estrecharse y el dólar comenzó a caer.

La decisión de la Fed de aumentar los tipos en 25 p.b hasta situarlos en el rango 1,5-1,75%, daba un nuevo paso en el ajuste del balance que será efectivo en abril. Para que se volviera a fortalecer el dólar sería necesario que mejoraran las perspectivas de crecimiento aún más en EE. UU. y que la Fed subiera el tipo de interés neutral a largo plazo hasta niveles de 3,5% (desde 2,87% actual). Habría que asumir un tipo de interés real neutral de largo plazo del 1,5% y elevar el crecimiento de largo plazo de EE. UU.

El Ibex 35 se vio arrastrado por el sector bancario y la guerra comercial de Trump contra China. A su vez, afectó la caída de Amazon, el escándalo de Facebook y el de Google. La coalición lograda en Alemania, con Merkel al frente de la misma, pudo animar al sector bancario. Se espera que la barrera de los 9.300 puntos actué de soporte y en abril rebote apostando por un tramo alcista hasta los 10.000 puntos. Además, se entiende que los índices europeos están cotizando con descuento y los de EE. UU. a precios razonables. Las Bolsas están inseguras y volátiles, por lo que menos fiables que en 2017. Con las recientes caídas, el mercado está más barato. En el colectivo español, se está produciendo un ajuste tras las medidas del BCE de anunciar que retirará los estímulos del QE, la esperada subida de tipos en 2019 y las numerosas subidas que está llevando a cabo EE. UU.

España publicó un dato positivo con el crecimiento en 2017 de los afiliados medios hasta 611.146, frente a 540.655 en 2016. Sigue siendo un punto principal la necesidad de aumento de salarios; la crisis ha provocado que pasen de representar del 51% del PIB a finales de 2009 al 47% en la actualidad. La distribución de salarios en España confirma que una elevada parte de la población tiene un margen reducido para preparar la jubilación, sobre todo, una vez descontados los recursos destinados a la vivienda. De acuerdo con los últimos datos del Banco de España, el esfuerzo teórico para acceder a una vivienda asciende al 34% de la renta bruta disponible. Este ha confirmado que el Euríbor cerró marzo en el -0,191%, de forma que se mantuvo en el mismo nivel que en febrero. Con estos valores, las hipotecas de 120.000 euros a 20 años con un diferencial de Euríbor +1% a las que les toque revisión tendrán una rebaja de unos 52 euros anuales.



“Gráfico que expone la destacada evolución del PIB de la EUM”. Fuente: Eurostat e IM, 07/03/2018.



# Análisis de mercado 2018

Según el último informe del BdE, el superávit de la cuenta corriente española alcanzó los 24.800 millones de euros (+ 2,5% frente a 2016). La deuda externa total se redujo al 81% del PIB, el nivel más bajo desde 2008, y gracias al crecimiento del PIB y a pesar del monto total de la deuda aumentó un 4% en términos nominales a 940.000 millones de euros.

El BCE proyectó durante en verano el 0,9% de inflación para el primer trimestre de 2018, y la media de los dos primeros meses del año ha ascendido a 1,23%. Como siempre la energía promovió la oscilación a corto plazo, pero también las alzas del crudo, la resistencia de la inflación de servicios y el repunte de la vinculada a los bienes industriales no energéticos han sido claves para ello. Los indicadores adelantados de actividad global apuntan que continuará el buen desempeño del comercio mundial de la parte final de 2017 durante el 2018. El año pasado cerró con un avance del 7,3% en comercio intra Unión Europea y del 7,7% en las exportaciones de los socios comunitarios fuera del área.

La positiva y sincronizada demanda global es una realidad, acompañada de una saludable recuperación de la inversión destinada a bienes de equipo que beneficia, especialmente, a Alemania, país con alta especialización en la producción de bienes de capital y cuyo peso asciende a cerca del 40% de sus exportaciones.

La demanda externa está siendo el gran dinamizador de la zona euro al explicar que el uso de la capacidad instalada se sitúe por encima de su media de largo plazo, lo cual también ha servido para que la inversión en capital fijo recupere posiciones. Así, la gran asignatura pendiente sigue siendo el consumo cuya evolución es positiva, pero dista del deseado empuje.

## REINO UNIDO

El negociador jefe de la Unión Europea para el Brexit, Michel Barnier, ha asegurado que Bruselas y Londres han alcanzado un acuerdo sobre el periodo de transición de unos dos años una vez que el Reino Unido abandone la UE. Este pacto entre la UE y Reino Unido constata en 21 meses, que concluirán a finales de 2020 durante los cuales Reino Unido no formará parte de la toma de decisiones, pero disfrutará de las ventajas y habrá de cumplir con las obligaciones derivadas de la pertenencia a la Unión. Mientras, macro británica mejorando el mercado laboral y con consumo estable.

## ALEMANIA

Alemania tendrá un gobierno estable sin oposición parlamentaria hasta el 2021; a pesar de la pérdida de terreno de Merkel. Con esta Gran coalición, pasaremos de una visión ortodoxa, hacia un visión keynesiana e integracionista. En cuanto a la Bolsa, el índice DAX de la Bolsa de Fráncfort, es el mercado europeo más expuesto a China. Alemania ya tiene Gobierno después de cinco meses de elevada incertidumbre política. Recuperada la estabilidad interna, ahora se enfrenta a una posible guerra comercial, donde su perfil exportador hace que su economía y su Bolsa sean vulnerables. Como país exportador con ventas brutas al exterior representando alrededor del 50% del PIB, los beneficios empresariales caerían en una guerra comercial, sobre todo en sectores cíclicos, como el industrial, donde el impacto sería considerable.



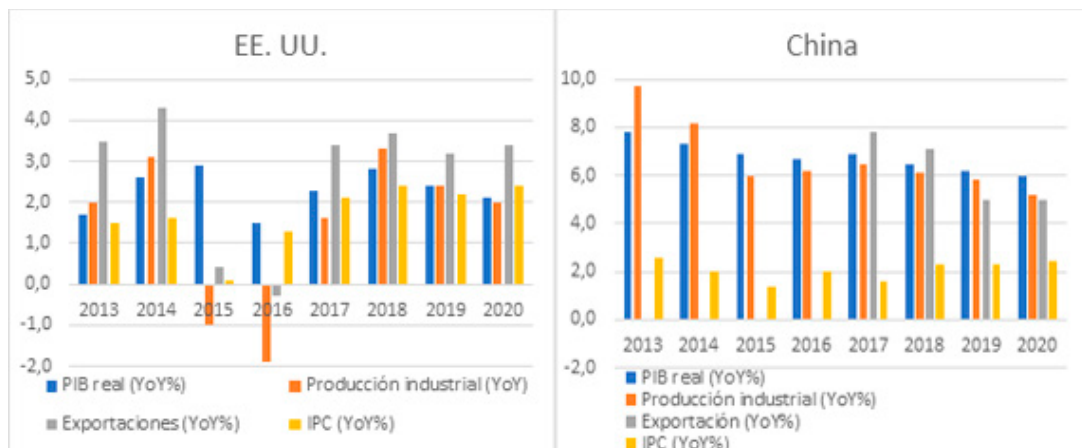
ITALIA

Italia está próxima a formar gobierno. Aunque se haya terminado la inestabilidad política, todavía no se sabe cómo acabará formado el gobierno. Italia ha tenido 65 gobiernos en 70 años. La anarquía, representada por el movimiento 5 estrellas, no consigue votos suficientes para gobernar en solitario. Pero la Bolsa italiana no teme la decisión de Mattarella. El presidente de la República se reunirá con los representantes políticos a lo largo de las próximas jornadas para designar a la primera formación que deberá intentar constituir un Gobierno. El 'Movimiento 5 Estrellas' busca alianzas con el 'Partido Democrático' y la 'Liga Norte' mientras rechaza a Berlusconi. Lo lógico sería pensar que la Bolsa italiana, el FtseMIB, estuviera sufriendo, sin embargo, destaca frente al resto de índices europeos (todos ellos caen en el año). Desde que se conoció el resultado electoral, el pasado 4 de marzo, el FtseMIB sube un 2%.

ASIA

Las fricciones comerciales volvían a estar muy presentes ante los planes de Trump para aumentar los aranceles a China, por ello la atención está en las ventas minoristas de EE. UU. La balanza comercial reportó en 2017 el mayor déficit desde 2008, argumento adicional para romper el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC). La brecha acumulada con México supera a la de Japón y Alemania y es cuatro veces mayor que la de Canadá. Pero el país que más afecta es China por su barata producción. De acuerdo con datos detallados de importación de Estados Unidos, países como Japón y México, se encuentran entre los principales proveedores alternativos de unas 1.300 líneas de productos.

El Banco Central de China ha elevado en cinco puntos básicos los tipos de interés de los acuerdos de recompra inversa, más conocidos como "repos", para dar liquidez a los bancos. El Banco Popular de China (PBOC) ya había aumentado los tipos de las "repos" en cinco puntos básicos el pasado mes de diciembre, inmediatamente después de que la Fed anunciara una subida de los tipos de interés, y ahora procede igual al subir la Fed los tipos de interés hasta el rango de entre el 1,5% y el 1,75%.





# Análisis de mercado 2018

En 2017 se celebró el XIX Congreso del Partido Comunista de China. Xi Jinping anunció que esperan ser la primera potencia mundial a largo plazo. Esto unido al déficit de comercial de Estados Unidos con China, ha hecho entender al mercado que la decisión arancelaria de Trump pretende frenar el avance chino.

En Asia, el PMI del sector tecnológico marca máximos de 4 años y las actividades vinculadas al consumo y la inversión apuntan el buen momento de la actividad. No obstante, los niveles restrictivos del PMI vinculado al sector inmobiliario recuerda los excesos en este ámbito.

Kuroda, actual Gobernador del Banco de Japón, se ha convertido en marzo, en el primer gobernador del Boj en ser elegido para un segundo mandato en 57 años. Esto señala que la campaña de estímulo continuará por el momento. Si se mantiene la subida en el IPC de Japón, es probable que provoque al Boj considerar aumentar su objetivo del 0% para el rendimiento de los bonos a 10 años para fines de diciembre.

## VISIÓN DE GESTIÓN PSN

El trimestre ha terminado con el foco puesto en la volatilidad. Por otra parte, el consenso sigue siendo optimista y estima que durante 2018 no se volverán a alcanzar estos niveles.

El año se ha desenvuelto con las Bolsas bajando de manera generalizada, a excepción de Italia, que ha liderado en Europa con subidas. Los índices de confianza de empresarios apuntan a que el PIB mundial seguirá creciendo. El euro se ha fortalecido otro 2,5% en el trimestre. Esta apreciación podría ser un problema para llegar al objetivo de inflación. Los mercados asiáticos y emergentes están como preferidos, aunque la volatilidad puede afectarles de en mayor medida.

La gran mayoría de los fondos de Renta Fija comercializados en España han perdido a cierre del primer trimestre de año. En cuanto a deuda pública a nivel global, sólo los que han invertido en la periferia europea, han evitado las pérdidas en cartera. Esto es porque son los únicos que se han librado de subidas en las rentabilidades de sus curvas de bonos, que se traduce en pérdidas de su valor en las carteras. Respecto a los diferenciales de crédito en Renta Fija privada, todos amplían y, por lo tanto, el precio de los bonos también baja. Por ello, estaremos atentos a estos ajustes que se han producido tras la retirada de políticas de estímulos, acompañadas de volatilidad en lo que llevamos de año.

El crecimiento de Estados Unidos lleva a pensar que Estados Unidos efectuara una cuarta subida de tipos en 2018 y en Europa se da por hecho el comienzo de las subidas de tipos por parte del BCE en 2019.

El tema internacional más importante que ha afectado a las Bolsas ha sido la política arancelaria de Donald Trump, la cual afectaría negativamente a Estados Unidos y China, pero también a la economía mundial. Destaca también el escándalo de Facebook, el de Google y la caída de Amazon. Seguiremos atentos a las circunstancias políticas que puedan afectar a los mercados, como los acuerdos tras las elecciones o las negociaciones de Trump en los acuerdos exteriores.

PSN ANÁLISIS

**Jaime Martínez Sicilia:** [jaimemartinez@grupopsn.es](mailto:jaimemartinez@grupopsn.es)

**Juan Luis Fresneda Clement:** [jfresneda@grupopsn.es](mailto:jfresneda@grupopsn.es)

**Antonio Barahona Moreno:** [abarahona@grupopsn.es](mailto:abarahona@grupopsn.es)



### **Aviso legal**

La información contenida en este documento se facilita con fines exclusivamente informativos. Ninguno de los datos que en él se publican debe considerarse como expectativas futuras o recomendación para efectuar transacciones o para concluir algún tipo de acto legal. Este documento no tiene el propósito de ofrecer inversiones ni asistencia legal o fiscal.

Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este informe debe fundamentarse en información pública disponible y tomar en consideración el contenido de los prospectos disponibles en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), en la Sociedad Rectora de la Bolsa y en la propia compañía que emite el valor. Los resultados reflejados en el presente documento no garantizan resultados o rendimientos futuros.

La información contenida en el documento ha sido generada a partir de fuentes presumiblemente fiables, extremando el cuidado para asegurar que la información contenida en el mismo no es incierta o engañosa en el momento de su publicación. Sin embargo, PSN no puede asegurar que la información sea exacta y/o completa.

El presente documento no podrá ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor del mismo, cualquiera que sea la finalidad que se persiga.