



ANÁLISIS

de mercado

MAYO 2018



“Ligeras subidas en los tipos de bonos”

País	Yield 10y	Spread vs Alemania	Variación 1m pb
España	1,27	71	12,1
Italia	1,78	122	0,1
Portugal	1,64	109	6,1
Francia	0,78	23	6,8
Alemania	0,56	-	6,3
EE. UU.	2,95	240	21,4

Tabla 1: Deuda Soberana. Datos con fecha 30/04/18. Fuente: Bloomberg, Moneda local, Ask

NOTICIAS RELEVANTES DEL MES

ÍNDICE

NOTICIAS RELEVANTES

RENTA FIJA

1. Análisis de Mercado de Renta Fija.

RENTA VARIABLE

1. Análisis de Mercado de Renta Variable.

PSN GESTIÓN

* Visión de Gestión.

• **Christine Lagarde:** La directora del Fondo Monetario Internacional (FMI), ve “nubes más oscuras” en el horizonte del crecimiento mundial debido sobre todo a tensiones entre Estados Unidos y sus socios que amenazan el libre comercio. Confía que las economías avanzadas crezcan por encima de su potencial de crecimiento medio este año y el próximo porque en Estados Unidos hay pleno empleo. El positivismo de Asia también es bueno para todo el mundo, puesto que contribuye en casi dos tercios al crecimiento mundial. Sin embargo, considera que el ritmo del “crecimiento esperado para 2018 y 2019 terminará por desacelerarse” en la medida en que las políticas de apoyo a la economía van a disminuir, y recomienda que los gobiernos se mantengan al margen del proteccionismo bajo todas sus formas.

• **Kim Jong-un:** Corea del Norte dismantelará su centro de pruebas nucleares en mayo ante expertos y periodistas. La dos Coreas se comprometieron a cooperar para establecer una “paz permanente” en la península, y a abrir conversaciones con Estados Unidos para firmar un tratado de paz definitivo que sustituya al armisticio entre Pyongyang y Seúl. Ambas partes declaran el final del armisticio, 65 años después y apuestan por sustituir éste por “un tratado de paz”, en el contexto actual de enfrentamiento técnico en la que permanecen el Norte con el Sur y EE. UU. desde el conflicto que afectó a la península.

• **Petróleo:** Los precios de la gasolina súper 95 y el gasóleo de automoción han subido en la semana previa al Puente de Mayo, y en el caso del último se ha encarecido un 0,77% y se ha situado en 1,173 euros por litro, su nivel más alto desde julio de 2015, según el Boletín Petrolero de la Unión Europea (UE). Desde que comenzó 2018, el incremento ha sido del 2,17% en el caso de la gasolina y de un 2,36%, en el del gasóleo.

• **Reforma del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones:** El Gobierno ha establecido, entre sus principales medidas, la liquidez total de los planes de Pensiones para participaciones con, al menos, 10 años de antigüedad empezando el 1 de enero de 2015. La medida pretende fomentar el ahorro complementario para la jubilación en el segmento más joven de la sociedad y aumentar el atractivo de estos productos entre aquellos ahorradores que justifican su falta de interés por la cantidad de tiempo que tienen que tener su dinero inmovilizado hasta el momento de la jubilación y por la incertidumbre de no saber si lo van a necesitar por algún otro motivo durante esos años.

Los planes de pensiones son vehículos de ahorro a largo plazo gestionados para sacar el máximo provecho a dos de sus principales características: la acumulación (capitalización de las aportaciones periódicas + rendimientos obtenidos) y la estabilidad (al eliminar el componente especulativo propio de otros productos de ahorro o inversión).

Índices Bursátiles		% Var Mensual
IBEX 35	9.980,6	3,96%
CAC 40	5.520,5	6,84%
DAX	12.612,1	4,26%
FTSEMIB	23.979,4	7,00%
EURO STOXX 50	3.536,5	5,21%
DOW JONES	24.163,2	0,25%
NASDAQ	6.605,6	0,37%
S&P500	2.648,1	0,27%

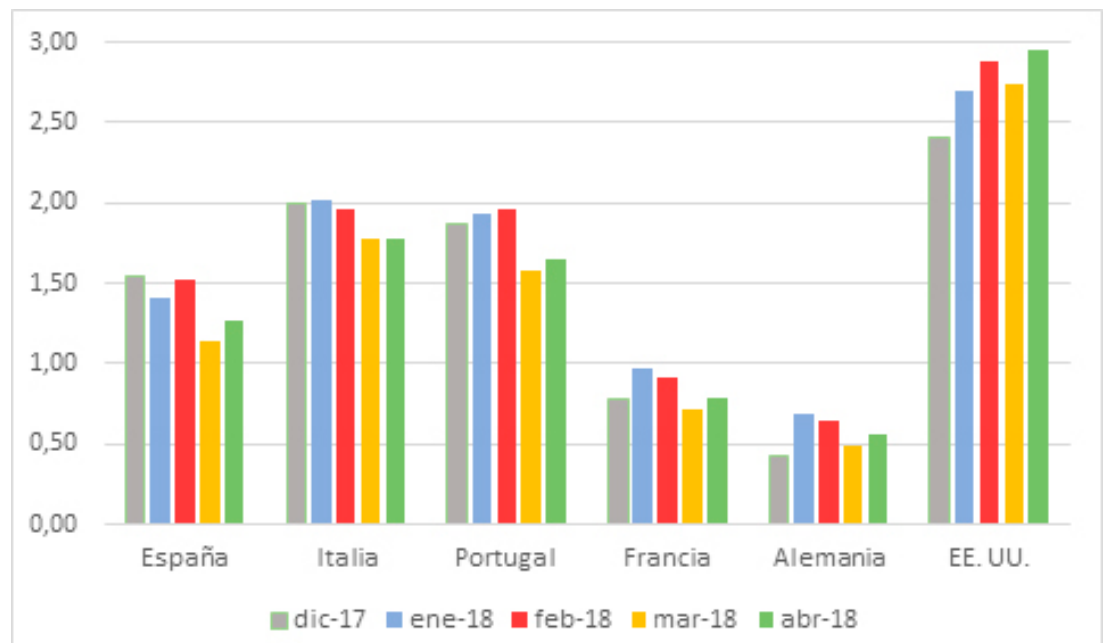
Tabla 2: Principales índices bursátiles. Datos con fecha 30/04/2018 Fuente: Bloomberg, Moneda local

- **El Ministerio de Energía:** En abril recibió el informe de la Comisión de Expertos sobre transición energética. Se propone una reforma fiscal que incluye aumentar el IVA al 22%, lo que, adicionalmente a otras medidas como aumentar los impuestos al diésel en un 28% y gas en un 5,8%, permitiría bajar los precios de la energía en un 6,8%. El informe también cita que el coste de dismantelar las plantas nucleares es insoportable y una extensión de 10 años nivelaría los ingresos. Éste se ha elaborado analizando posibles alternativas de política energética, considerando su impacto medioambiental y económico y que permitan cumplir con los objetivos establecidos de la forma más eficiente posible. Será una referencia para elaborar la futura Ley de Transición Energética y Cambio Climático.

RENTA FIJA

En el mercado de bonos soberanos se ha visto una ligera subida de tipos, pero sólo Estados Unidos ha superado su nivel de enero. Sin embargo, es preciso señalar que Francia y Alemania sí se encuentran más altos respecto a su cierre de año. La TIR del bono estadounidense a 10 años cerró abril en 2,95% (habiendo superado el 3% durante varios días) y el Bund alemán en 0,55%.

La reunión del BCE cumplía con las expectativas, sin novedades en forma de movimientos y sin cambios en la guía de largo plazo de la entidad. Dejaba al comportamiento del T-Note a 10 años (los pagarés del tesoro americano) como la gran clave de la semana, dado que su rendimiento llegaba a sobrepasar el 3% por primera vez desde 2014. A pesar de la salida de la intervención del BCE, los tipos seguirán cercanos a cero. La Fed tiene los tipos de interés en el rango del 1,5%-1,75%, y están cerca del objetivo de 2% de inflación. Este año falta la anunciada tercera subida de tipos del 0,25% y se irá reflejando en el mercado de bonos.



“Gráfico de la evolución de los principales bonos soberanos”. Fuente: Elaboración propia

Datos relevantes en ambos lados del Atlántico. Si las principales economías mundiales siguen creciendo, los tipos en Europa deberían seguir la senda de la normalización, los tipos a largo plazo en Alemania deberían cerrar por encima del 1%, arrastrando al resto de la curva.



Análisis de mercado 2018

Las estimaciones de crecimiento del FMI mejoran tanto para EE. UU. como la zona euro. En el primer caso, las previsiones eran revisadas en +0,2% para este año y el siguiente hasta 2,9% y 2,7%, respectivamente. En cuanto a la zona euro, las previsiones también eran mejoradas en +0,2 p.p para 2018 (2,4%). España crecerá un 2,8% en 2018, sólo superada por EE. UU. entre las grandes potencias.

La inflación en la eurozona seguirá aumentando, pero por debajo del 2%. El IPC de EE. UU. cumplía con lo esperado al aumentar hasta 2,4%. El Euríbor, el índice de referencia al que se prestan los bancos, continúa en niveles mínimos históricos. Cerró abril repitiendo la tasa de marzo (-0,191%). Los agentes del mercado piensan que probablemente no tiene mucho más recorrido a la baja, aunque no parece que comiencen a subir hasta mediados de 2019. Los gobiernos están empezando a cumplir sus requisitos de déficit, el paro continúa a la baja y, sobre todo, el crecimiento económico es positivo en los países que más sufrieron tras la crisis. Por tanto, parece inevitable que la zona euro roce la normalización monetaria y, con ello, se frene la gran caída del Euríbor.

El IPC evolucionará en línea con lo adelantado por Jerome Powell en su comparecencia tras la celebración del FOMC (Comité de la Reserva Federal de Mercado Abierto) de marzo, cuando se comprometió a evitar desviaciones “persistentes” de la inflación. En primer lugar, el nuevo presidente de la Fed incidía en que las cifras de inflación reflejaron factores atípicos ocurridos en 2017 para, a continuación, adelantar avances en los próximos meses y la posibilidad de asistir, en ocasiones, a tasas superiores al 2%.

El ruido proteccionista se producía en un mes en la que se conocía que la balanza comercial de EE. UU. registraba su mayor déficit desde el año 2008 (-57,6 mm. \$) en el mes de febrero; un periodo en el que tanto las exportaciones como las importaciones avanzaban un 1,7% m. En términos desagregados, sorprendía la escalada de las importaciones de servicios hasta su máximo histórico de 47,8 mm. \$.

Luego, estaríamos ante una cuestión puntual que debería desaparecer en los próximos meses y permitir cierta mejora del déficit comercial de EE. UU. Finalmente en clave negociadora, el dato importante era que las importaciones de bienes de EE. UU. aumentaban un 1,6% mensual y un 11,0% anual. Por su parte, el déficit de la balanza de bienes con China repuntaba en el acumulado de 2018 hasta -65.214 mill. \$ frente a -54.270 mill. \$ de 2017, lo que implica un aumento del 20,2%.

En España las exportaciones y la inversión aumentan mientras que el consumo se modera. Ha mejorado la previsión de crecimiento, 2,9% en 2018 y 2,5% en 2019 por la mejora de fundamentos (contorno externo favorable, situación fiscal etc.). En cuanto al proteccionismo y controversia política de Trump y respecto a la recuperación europea como americana, España saldrá beneficiada en cuanto a exportaciones al tener empresas bien diversificadas.

Moody's, es la cuarta agencia que sube la nota de la deuda de España. Era la única de las principales agencias que faltaba por reconocer la mejora, revisando al alza su valoración de la deuda soberana, desde Baa2 con perspectiva estable hasta Baa1 con perspectiva estable. En el mismo movimiento, la firma entierra las dudas sobre el impacto de la crisis política en Cataluña, que hace unos meses supuso el principal foco de tensión para los inversores internacionales.

En Italia, hay riesgo de que el gobierno que se forme dificulte el proyecto europeo. La tasa de paro en Alemania se reducía hasta su mínimo desde la reunificación en el mes de marzo (5,3%), al tiempo que el número de puestos vacantes se mantenía en niveles máximos.

En Reino Unido, la confianza del consumidor GfK mejoraba en marzo y contrastaba con la imagen del gasto de los hogares que emanaba de las cifras de PIB del 4tr17. El crecimiento británico del 0,4% trimestral convivía con la desaceleración del consumo privado hasta 1,2%

anual en el último trimestre de 2017 (mínimo desde 2012) y hasta 1,7% en el agregado del año pasado (mínimo desde 2011). Sigue habiendo dudas sobre la futura relación comercial tras el Brexit.

El aumento del precio de los activos, retroalimentado por el avance del crédito, conlleva que deban tratarse con cautela los niveles de apalancamiento de los países donde aumenta la deuda. El dominio del endeudamiento a tipo fijo o variable explica la convergencia del servicio de la deuda entre países que afrontan puntos de partida diferente, pero donde la deuda de los hogares tiende a aumentar.

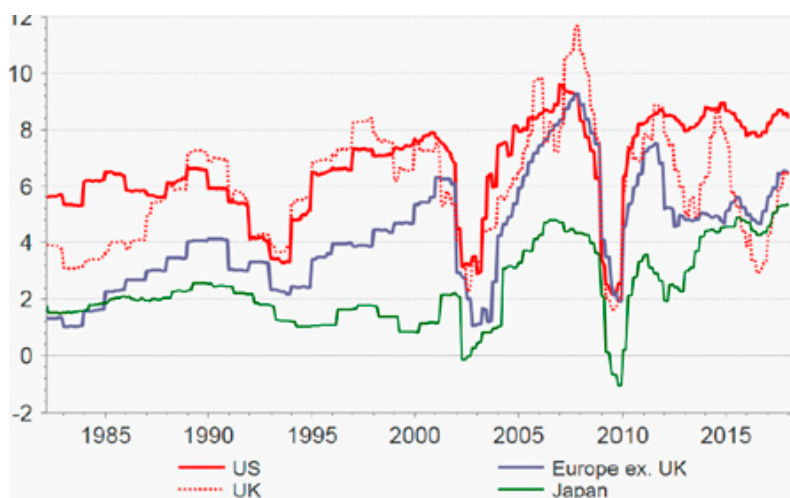
En términos relativos al PIB, la capacidad de financiación de China se ha deteriorado en gran medida, aunque esto no debe llevar a menospreciar su recuperación en términos absolutos en los últimos trimestres. El aumento de las inversiones de los agentes económicos chinos en el exterior había ayudado a explicar el deterioro de la cuenta financiera.

En China preocupa el elevado apalancamiento en el corto plazo y la desaceleración económica. El gigante asiático ha impuesto aranceles del 15% a más de 120 nuevos productos estadounidenses (la mayoría percederos), y del 25% sobre la carne de cerdo y la chatarra de aluminio.

RENDA VARIABLE

Alemania, España y Estados Unidos protagonizan las Bolsas con pérdidas durante el año. Europa se benefició de la depreciación del euro (por debajo de 1,21EURUSD la tendencia debería continuar). Los índices de Italia y Francia han subido 7% este mes. A su vez, la Bolsa de Italia lleva una increíble subida de 25% desde el inicio de 2017, situándose en máximos desde el estallido de la crisis.

En Estados Unidos, las ganancias recientes realmente han venido dadas por recortes de impuestos. Por lo tanto, ante estas ganancias de baja calidad, el mercado está menos dispuesto a pagar altas tasas de PER. Para el segundo cuatrimestre hay más valor en los índices europeos y más aún en los emergentes.



“Gráfico de la evolución del margen de beneficio neto”. Fuente: Thomson Reuters Datastream



Análisis de mercado 2018

En referencia a las materias primas, Arabia Saudita y Rusia redactarán un preacuerdo para forjar a finales de año una alianza a largo plazo para defender los precios del petróleo. Esto se ha traducido en apuestas alcistas récord desde los hedge funds. Que la producción de crudo en EE. UU. haya superado en enero la cota de los 10,2 millones de barriles diarios significa que EE. UU. ha sustituido a Arabia Saudita como el segundo mayor productor mundial de petróleo. La cotización del petróleo también se veía afectada por los temores a una guerra comercial.

El crecimiento próximo al 4% de la economía global apuntalará las alzas de las materias primas, aunque hay motivos para pensar que el actual ciclo de precios será diferente. En primer lugar, la mayor eficiencia de los procesos que permite poner en valor ciertos yacimientos y, en segundo, la mayor preocupación medioambiental en países como China que modulará su crecimiento y, por tanto, el avance de su demanda.

El Informe Mensual de la OPEP señalaba que la producción del cártel cayó en marzo hasta su menor nivel de los últimos 12 meses (31,958 mbd) ante el descenso registrado en países como Venezuela, Arabia Saudí y Libia.

NUESTRA VISIÓN PARA LOS PRÓXIMOS MESES

La próxima reunión del BCE podría dar comienzo al inicio del proceso de normalización de política monetaria y de tipos en la zona euro, promovido por la mejora de las expectativas de crecimiento sincronizado una y otra vez. Como consecuencia podríamos asistir a la subida del Euribor, el posible fortalecimiento del euro y el crecimiento económico expandiéndose a un ritmo más rápido de lo previsto anteriormente.

Los tipos de la Fed se encuentran entre el 1,5% y 1,75%, y se contempla la posibilidad de una cuarta subida si cumplen con los objetivos.

La menor volatilidad que ha provocado una tendencia alcista de las Bolsas mundiales.

Los bonos soberanos repuntaron ligeramente en abril, pero todavía no se encuentran al nivel de los tipos de enero.

El tema más sonado durante el mes ha sido el del déficit de la balanza de bienes de Estados Unidos con China, que repuntaba un aumento del 20%. El gigante asiático ha impuesto aranceles a más de 120 nuevos productos estadounidenses.

Las ganancias recientes en Estados Unidos han sido impulsadas casi en su totalidad por recortes de impuestos. Por lo tanto, el mercado está menos dispuesto a pagar altas tasas de Price Earnings. Por ello no esperamos un retorno rápido a máximos en múltiplos. Aunque acaben el año por encima de Europa, vemos más valor en los Índices europeos, a pesar de las recientes turbulencias en las acciones mundiales. Los mercados emergentes latinoamericanos y asiáticos brindarán buenas oportunidades.

Abril ha sido un mes de depreciación del euro, lo cual beneficia a Europa para continuar con sus objetivos y sobre todo a los países exportadores.

En los próximos meses esperamos que continúe la volatilidad iniciada en 2018, tal y como indicamos las próximas intervenciones de los principales Bancos Centrales serán claves.

PSN ANÁLISIS

Jaime Martínez Sicilia: jaimemartinez@grupopsn.es

Juan Luis Fresneda Clement: jfresneda@grupopsn.es

Antonio Barahona Moreno: 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.