



ANÁLISIS

de mercado

PRIMER SEMESTRE 2018

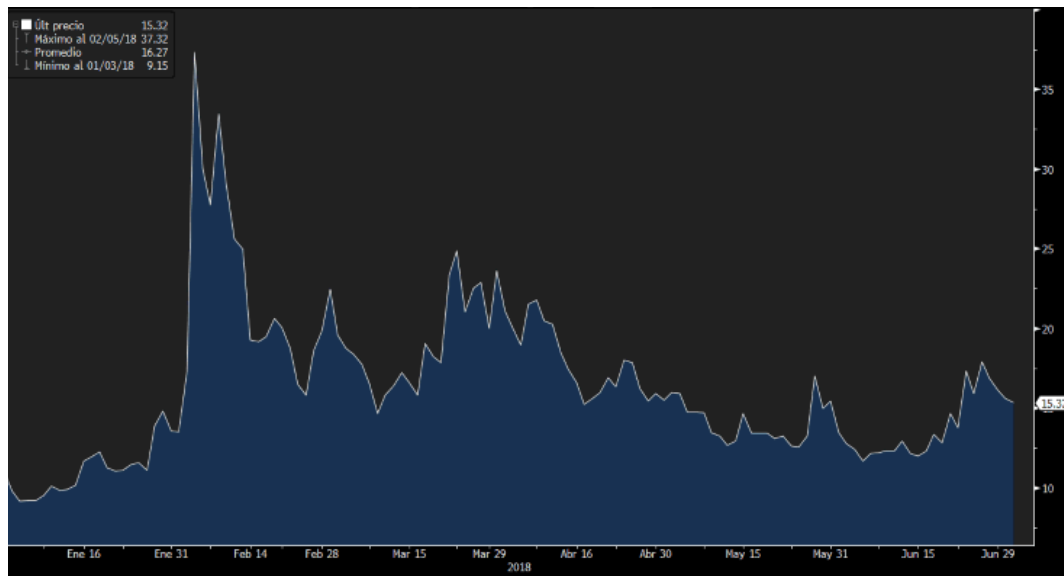




Análisis de mercado 2018

ENFOQUE GENERAL

La primera mitad del año ha estado marcada por fuertes episodios de volatilidad, comenzando por el Ibex 35, que ha sido la segunda Bolsa principal que más ha caído en el año. Sin embargo, los datos macroeconómicos son esperanzadores, con el crecimiento de España situado en el 2,8% interanual, respecto al 2,4% de la eurozona y frente al 2,2% de Estados Unidos. Por lo tanto, la segunda mitad del año debería reflejar la situación positiva de la economía.



“Índice Vix que confirma la volatilidad habida en el curso del año”. Fuente: Bloomberg

La Renta Variable de Estados Unidos es la que mejor se está comportando (ex Dow Jones) en lo que llevamos de año. El Dow Jones, cayó 2% en el año, pero el Nasdaq es el mejor índice del semestre con 10%, y también el S&P creció un 2%. El país creció un 2,3% en el primer trimestre contra el 2,9% registrado en el último trimestre del año anterior. La Fed cumplió con su segundo incremento de tipos, situándolos entre el 1,75% y el 2% y se anticipan otras dos en el año, promovidas por su cálculo de tasa de IPC e PIB ambos en el 2,8%. Los tipos de interés quedan fijados ahora en el entorno en el que se encontraban en 2004, tras el proceso de recuperación emprendido después del pinchazo de la burbuja puntocom y de los atentados del 11S.

En Europa los mercados se han calmado momentáneamente con la formación del gobierno italiano, pero éste tiene preparadas una serie de gastos de envergadura (cambio en impuestos, pensiones, subsidios etcétera).

Una vez termine el programa de expansión cuantitativa (QE) del BCE, el reto será armonizar las diferentes tasas de inflación y ciclos económicos de los países de la Unión Europea. La tasa de inflación interanual de la zona euro se ha situado en junio en el 2%, una décima por encima del dato del mes anterior, lo que representa la mayor subida de precios desde febrero de 2017. Por ello, Mario Draghi planteará en julio la posibilidad de adelantar los plazos para el endurecimiento de la política monetaria (subir tipos y reducir el volumen de comprar antes de lo previsto).

El partido de la canciller Merkel, la Unión Demócrata Cristiana (CDU) y su histórico aliado, la Unión Social Cristiana de Baviera (CSU), han llegado a un acuerdo para prevenir en el

futuro la inmigración ilegal en la frontera entre Alemania y Austria. Así lo anunciaba Horst Seehofer, ministro de Interior alemán y líder rebelde bávaro que durante dos semanas ha amenazado con derribar el Gobierno de Angela Merkel. Entre otras medidas, crearán centros de migrantes en la frontera con Austria. Los analistas creen que si la Bolsa alemana (Índice Dax) cayese varios días por debajo de los 11.900 podría haber una recesión.

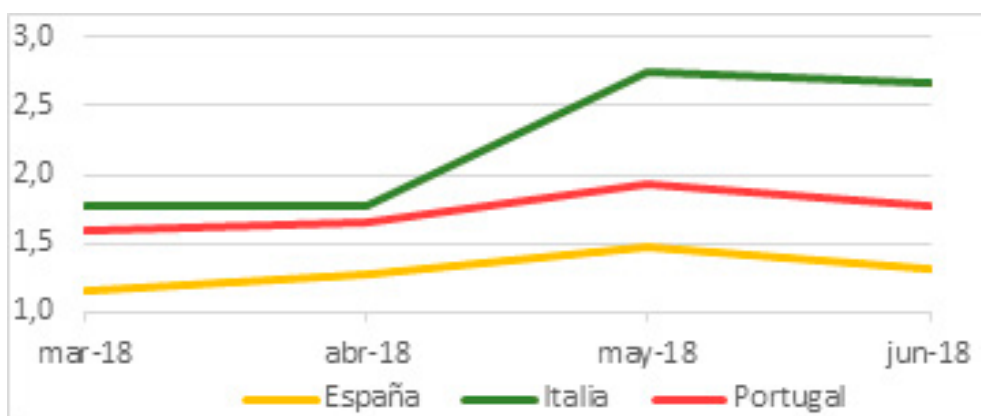
Una serie de dimisiones en el ministerio, fuerza a Theresa May a remodelar su Gobierno justo cuando se disponía a recabar el apoyo de sus diputados para su plan (el proyecto de relación comercial y aduanera con la UE tras el Brexit acordado en su Gabinete), que pretendía publicar y presentar a Bruselas en julio. Ésta iba a ser la tercera vía para desbloquear el Brexit, a unos meses de abril de 2019, fecha en que Reino Unido deberá estar fuera de la UE.

A pesar de que la Bolsa americana parece tener ya una valoración justa, no está del todo claro que las inversiones vayan a encaminarse hacia Europa. Las tensiones comerciales por las medidas de Estados Unidos pueden afectar a todas las Bolsas. En el último año, la Bolsa mundial se desestabilizaba con el anuncio de medidas como las proteccionistas antes de que efectivamente se cumplimenten, y que luego corrige cuando realmente no se producían. El desarrollo del euro y los tipos determinarían las decisiones de inversión. Finalmente, los emergentes continúan depreciándose respecto al dólar.

MERCADOS FINANCIEROS

En **Renta Fija**, la deuda soberana ha tenido un comportamiento relativamente positivo. Italia es la excepción; había rebajado su interés hasta abril, pero desde mayo por sus movimientos políticos empezó a aumentar el interés a pagar hasta el 0,34% afectando al resto de la periferia. Estados Unidos también ha aumentado, un 0,2% hasta el 2,86% y habiendo llegado a pagar 3% una semana.

España es el único de los principales países europeos que ha disminuido su prima de riesgo en lo que llevamos de año. De 113 puntos básicos a 102 a cierre de junio. Esto refleja el mejor desarrollo respecto a Alemania a pesar de que han reducido su tipo un 28% en su bono a 10 años.



“Gráfico de deuda pública periférica en los últimos cuatro meses”. Fuente: Elaboración propia



Análisis de mercado 2018

Dinamarca y Suecia tienen la mayoría de su deuda en manos de corporaciones financieras residentes. España también está entre los países que más concentran, solo tiene 44% de deuda en manos extranjeras.

El bono de Estados Unidos a 10 años ha pasado de cotizar a 2,40% a alcanzar el 2,86% al final del semestre. Las dos subidas de tipos del año han provocado un leve movimiento de aplanamiento de la pendiente motivada por la subida de los tipos a corto y bajada de los tramos largos. El país sigue en un crecimiento elevado y los precios al se aceleraron en términos anuales en mayo. La medición de la inflación subyacente seguida atentamente por la Reserva Federal (Fed) alcanzó la meta de 2% por primera vez en seis años. En Europa la inflación está en 1,3%. China es el mayor poseedor de deuda americana, si aumenta el conflicto entre estados y vende la deuda americana en masa, el tipo de interés del bono a 10 años podría irse al 4%, lo que haría daño a la Renta Variable por efecto traslación.

Los teóricos relacionan la inversión en la curva de tipos de interés con una mayor probabilidad de recesión (los tipos de la deuda pública a corto plazo superan los largos, que por ser más arriesgados deberían pagar más). Esto implica que los tipos a corto plazo se asocian con el coste de financiación y los tipos a largo plazo convergen con el PIB estructural. Por ello con una curva invertida, el Coste del Capital sería mayor que el Retorno del Capital, lo que llevaría a una recesión inevitable. La historia muestra que movimientos prolongados de aplanamiento desembocan siempre en inversión de la curva. En la medida que la Fed suba tipos gradualmente, presionará los tipos a corto al alza, mientras que amortiguará las expectativas de inflación futura, moderando cualquier aumento en la TIR de los tramos largos. Si el bono del Tesoro americano a 10 años sube como se estima hasta 3,25%, no habrá inversión en la curva hasta el verano del 2019. Por lo que el mercado estará pendiente de este proceso, aunque la amenaza parece todavía lejana.

El Nikkei informó que el Banco de Japón (BoJ) ha superado a los inversores extranjeros para convertirse en el mayor comprador de acciones japonesas entre noviembre 2012 y marzo de 2018. El BoJ tiende a comprar caídas, lo que sugiere que es poco probable que las compras del BoJ impulsen los precios de las acciones al alza. Los analistas están pesimistas con el BoJ, además con una inflación débil se mantiene alejada la meta del 2% del organismo. El directivo reflejó que su institución mantuvo sin cambios su objetivo de tasa de interés a corto plazo y rebajó su perspectiva sobre la inflación. La expectativa es que no iniciarán el desmantelamiento de su estímulo monetario.

En **Renta Variable**, Alemania y España lideran las pérdidas con -4,7% y -4,2%. El resto de Bolsas en general tienen pérdidas leves. El Nasdaq sin embargo ha demostrado la fortaleza de las empresas tecnológicas americanas continuando su crecimiento, con un aumento del 10% en el año.

Al comenzar el año, el mes de enero continuó con subidas generalizadas en la Renta Variable, que llevaba unos meses al alza, pero al cerrar enero, la Bolsa se desplomó mundialmente y empezó la gran volatilidad de este año. En estos 6 meses, en Europa ninguna de las principales Bolsas ha tenido ganancias y solo Francia se ha mantenido, reduciendo el valor del Eurostoxx un 3,1%.

El Índice Dow Jones (30 mayores empresas de EE. UU.) y el S&P (500 grandes empresas representativas) han tenido un comportamiento similar desde el último trimestre del 2017, mientras que el Eurostoxx ha tenido una pérdida de 5,5%.



“Gráfico de las Bolsas estadounidenses y la europea últimos tres trimestres”. Fuente: Bloomberg

La consecuencia más próxima de las medidas del BCE, fue una nueva depreciación del euro frente al dólar, aunque cerró el mes intacto, y el regreso de las compras a la deuda europea, con ampliación de diferenciales frente a su equivalente americana. Asistimos a una recuperación de las plazas europeas, animadas por el tono todavía acomodaticio de Dragui, y las tranquilizadoras declaraciones del ministro de economía italiano. Los mercados emergentes, si siguen viéndose muy penalizados por la fortaleza del dólar.

Un ejemplo de la volatilidad ha sido Siemens Gamesa, que a mitad de mayo era la empresa más revalorizada del Ibex y al cerrar junio había caído a su precio de comienzo de año. En el Ibex, CIE Automotive, Gas Natural y Repsol han cerrado el semestre como las empresas que más han crecido del año, en torno al 17%. Las empresas que más han decrecido han sido DIA, Bankia y Mediaset sobre el 20%.

El precio del barril de crudo de referencia para Europa ascendía 19% hasta los 78 dólares, mientras que el barril de petróleo West Texas Intermediate, de referencia para Estados Unidos, se incrementaba 23% hasta los 74 dólares

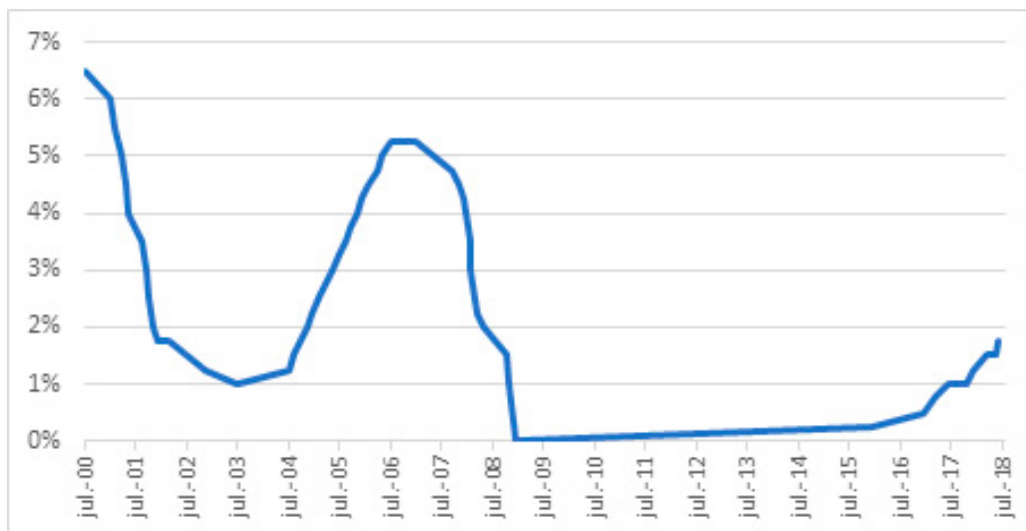
Las Bolsas emergentes también han mostrado un primer semestre negativo con una depreciación del 7,7% según el índice MSCI Emergentes, muy lastradas por el tipo de cambio respecto al dólar.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense parece seguir sólida en 2018, a pesar de que la macro se ha moderado desde comienzos de año, pero sigue mejor que la de Europa. Una de las razones es que el optimismo empresarial sigue asentándose sobre la reforma fiscal de Trump, con su reflejo en el crecimiento esperado y en resultados empresariales. Así, cabe esperar que continúe la reactivación de la inversión gracias al recorte de tributación de las empresas y las mayores facilidades para la repatriación de beneficios en el exterior.



Análisis de mercado 2018



"Histórico de los tipos de interés de la Fed". Fuente: Elaboración propia

La estimación para el crecimiento real del PIB (tasa anual desestacionalizada) de Estados Unidos en el segundo trimestre de 2018 es del 4,5% a cierre de junio. La tasa de paro estará por debajo del 4%, niveles que apoyarían repuntes de salarios por encima del 3,0% (2,6% actual) y también de la inflación subyacente por encima del objetivo de la Fed del 2,0%. Con el mercado laboral fuerte (la tasa de desempleo actual en 3,8% y una inflación del 2,8%), parece lógico que estén normalizando la política monetaria. El miércoles 13 de junio, la Fed subió tipos por segunda vez en el año, un movimiento que deja las tasas entre el 1,75 y el 2%.

La balanza comercial representó un -2,9% del PIB en el primer trimestre, a pesar de ser uno de los datos principales que Trump está intentando mejorar con sus medidas. El último trimestre de 2017 fue de -2,8%. Las tensiones comerciales entre Washington y sus socios comerciales tienen en jaque a los grandes ejecutivos estadounidenses que se muestran menos proclives a invertir y contratar personal.

Histórica cumbre celebrada en Singapur entre Donald Trump y Kim Jong-un. Ambos mandatarios firmaron una ambiciosa declaración conjunta en la que se comprometen a construir un régimen de paz duradero y estable. Aunque la reunión rebaja las tensiones, todavía no han aclarado como se llevará la desnuclearización. La única novedad fue el anuncio de Trump de suspender las maniobras militares de las tropas estadounidenses en Corea.

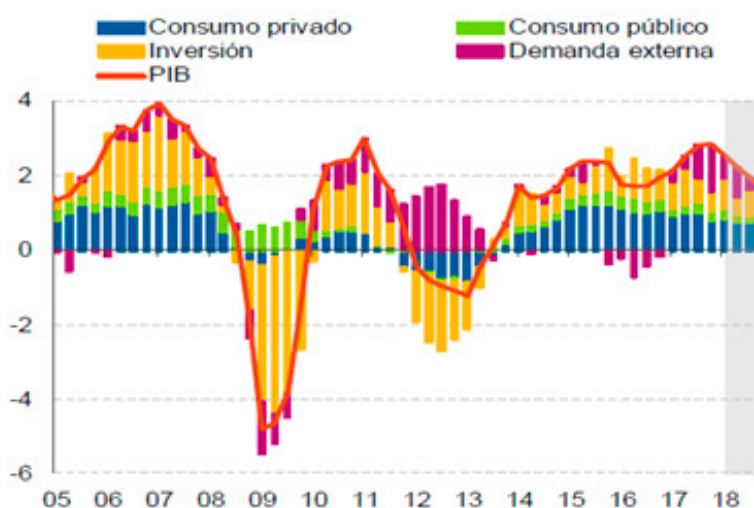
EUROPA

En Europa, el crecimiento se ha debilitado con los indicadores adelantados, mostrando signos de desaceleración desde unos niveles relativamente elevados, y la sincronización entre los países. A los riesgos de desaceleración del comercio internacional se suma desde febrero la caída de las Bolsas y el tensionamiento en las condiciones financieras derivado del fortalecimiento del euro. La eurozona crecerá moderadamente por encima del 2,0%. Gracias a los tipos negativos y el crédito fácil, el consumo privado promueve el crecimiento. En cuanto a la inversión en bienes de capital, tras haber resucitado de la mano del sector exterior, el freno de los pedidos de bienes duraderos en Alemania

es uno de los primeros síntomas de la pérdida de dinamismo.

En la reunión del Banco Central Europeo, se anunció que los tipos continuarán en el 0% “al menos, hasta el verano de 2019” y también que en diciembre se terminan sus inyecciones, reduciendo el último estímulo a la mitad, de manera que entre octubre y diciembre inyectará a la economía 15.000 millones de euros mensuales.

El presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, ha expresado su confianza en una gradual recuperación de la inflación en la zona euro, donde ha descartado el riesgo de una nueva crisis económica o recesión en sus perspectivas para 2020, solo un crecimiento más bajo. También ha reiterado la importancia de progresar gradualmente hacia una unión monetaria óptima y lograr una convergencia colectiva. De Guindos se estrena como vicepresidente del BCE en una reunión que ha ganado importancia a raíz de las declaraciones de varios de sus miembros en relación a la inflación, que ven más sostenida.



“Gráfico histórico del PIB (% ia y aportaciones) en la eurozona”. Fuente AFI

El FMI fijó su pronóstico para el crecimiento del PIB español en 2,8% (2018), por encima del pronóstico anterior de 2,4%. Las proyecciones 2019 también fueron revisadas al alza al 2,2% (contra el 2,1% en enero). Nunca España había crecido con superávit por cuenta corriente. Cada mes aumentan las exportaciones y las inversiones directas del extranjero. La creación de empleo sigue en aumento y los salarios deberían empezar a aumentar y así se favorecería el consumo. Las entidades financieras que operan en España registraron una morosidad del 6,77% el pasado abril, su nivel más bajo desde junio de 2011.

La volatilidad creada por la crisis de los refugiados en Alemania incidió principalmente las curvas de gobierno periféricas, que ampliaron de manera significativa frente a Alemania. El IPC de la Eurozona se aceleró una décima en junio hasta alcanzar el 2% gracias al impulso de los carburantes y demás productos energéticos.

El Reino Unido firmó en 2017 la primera parte del Brexit y se han acordado en gran medida los derechos de los ciudadanos extranjeros y se ha aceptado un período de transición, la mayoría de los asuntos importantes siguen en el aire.

El Banco Central de Turquía volvió hoy a elevar el tipo de interés básico en 1,25 puntos porcentuales, hasta el 17,75% (en mayo subieron 3%), en un intento de frenar la depreciación



Análisis de mercado 2018

de la lira turca frente a otras divisas y ponerle coto a la creciente inflación.

La lira turca ha perdido un 20% de su valor frente al dólar estadounidense en el año. El Banco Central continuará usando todos sus instrumentos para mantener la estabilidad de precios, aunque al final de mes, Erdogan fue reelegido presidente y se ha opuesto a cualquier endurecimiento de la política monetaria.

ITALIA

Italia debe crecer en términos nominales al 2,4% promedio en la próxima década para que su deuda se estabilice y deje de crecer. El PIB real de Italia viene creciendo a un ritmo del -0,04% promedio en los últimos 15 años, y la inflación proyectada para los próximos 10 años apenas alcanza el 1,5% sin una reforma pública a la vista. Italia tan solo ofrece un crecimiento estructural (nominal) cercano al 1,5%. Si a todo esto añadimos que la expansión en la Eurozona ha resultado ser más débil de lo veníamos aceptando, eso va a provocar un aplanamiento en la curva de tipos de interés en euros, erosionando las proyecciones de la banca en cuanto a sus márgenes. El resultado, probablemente sea menos crédito del esperado, y menos crecimiento.

Italia disfruta de una balanza por cuenta corriente positiva y que alcanza el 3,5% del PIB. El 72% de toda la deuda está en manos domésticas, que para situaciones como la actual, en la que los mercados internacionales estén rechazando las compras de deuda no afectará tanto.

El riesgo Italia sigue alto, con elecciones anticipadas (el escenario principal) como una posibilidad más cercana una vez que el presidente italiano rechazó la elección de los partidos populistas de un ministro de finanzas euroescéptico. El riesgo sería que la decisión de Mattarella resulte en una radicalización del votante frente a las próximas elecciones. La buena noticia sería que la Liga del Norte parece haberse fortalecido en encuestas, mientras que el movimiento de 5 estrellas habría perdido terreno, lo que podría aumentar la probabilidad de una coalición de centro derecha en las elecciones. El peor resultado para los mercados (una coalición entre el movimiento 5 estrellas y Liga Norte) se convirtió en una realidad tras un acuerdo de los dos principales partidos que implicó un aumento adicional en el déficit público de entre 3% y 5% del PIB.

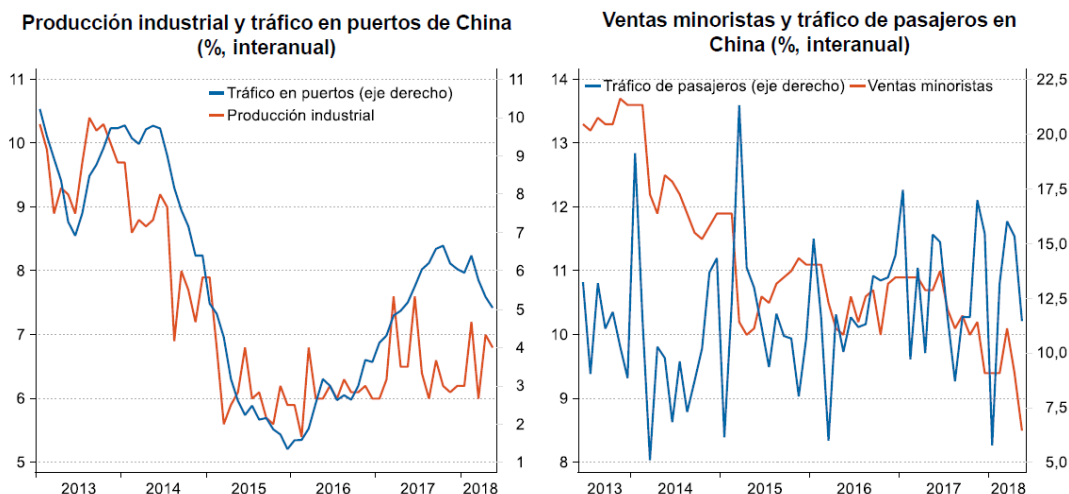
ECONOMÍAS EMERGENTES

Aquellos países más dependientes del comercio internacional retroceden con claridad y estarán en el foco de las medidas de Trump. Los mercados emergentes, con China en el epicentro de la crisis y Japón o Europa, con el sector automovilístico.

Los fabricantes de autos, a pesar de ser uno de los sectores más deslocalizados y exportadores del mundo, están sufriendo mucho con las medidas arancelarias, provocando la salida de inversores del sector. Un sector ya castigado por los riesgos regulatorios y eventos fraudulentos en emisiones.

China es un lugar de procesamiento final clave para muchos fabricantes, por lo que si EE. UU. Efectivamente aplica nuevos aranceles a las exportaciones chinas, las empresas japonesas recibirán una sanción desproporcionada.

Si los aranceles al acero que aprobó Bush en 2002 destruyeron unos 200.000 empleos y los de Reagan en 1981 acabaron con 32.000 puestos de trabajo, este mayor ataque a las importaciones que ha acometido la Administración Trump puede suponer incluso más pérdidas. Por el momento, sólo en el sector del automóvil, se estima en unos 100.000 empleos menos en 2019.



“Datos macroeconómicos de la desaceleración en China”. Fuente: Macrobond

China empieza a mostrar señales de desaceleración desde la estabilidad que habíamos observado en los últimos meses por impacto del proteccionismo y restricciones al crédito meses atrás. La clave serán las reservas, pues una caída se interpretaría como una mayor incertidumbre sobre China, que podría penalizar a los activos emergentes.

En México, el triunfo del populista Manuel López Obrador supone un reto para las empresas extranjeras entre las que España está muy expuesta. Especialmente tomará medidas contra la banca, las energéticas y algunos proyectos de inversión en infraestructuras.

La última semana de mayo el gremio camionero paralizó Brasil, el país del mundo que más depende de sus carreteras, con una huelga que dejó desabastecidos supermercados, gasolineras y aeropuertos. Los camioneros protestaban por el precio del combustible, que lleva subiendo desde junio de 2017, cuando la petrolera estatal, Petrobras, empezó a basarse en la oscilación internacional. El país no tiene práctica alguna tasando el petróleo de forma libre. La norma era que Petrobras modificase artificialmente su valor siguiendo indicaciones políticas, pero cuando Temer llegó al poder, en mayo de 2016, renovó a la cúpula directiva de la petrolera y les dio libertad para cambiar el sistema de precios.

Junio terminó con una caída del real brasileño del 17% en el año respecto al dólar. El desempleo se mantiene cerca de máximos con elecciones presidenciales en octubre. Temer ha buscado imponer políticas neoliberales clásicas de austeridad, en forma de recortes drásticos en los servicios públicos y masacrando las pensiones estatales. La crisis y la deuda pública son pagadas por los hogares brasileños. El mero impulso del gasto público no tendrá el suficiente efecto multiplicador sobre el crecimiento, el ingreso y el empleo mientras sea dominante por el modo de producción capitalista hasta que no aumente la rentabilidad y los beneficios. El impacto de un aumento de la rentabilidad en el crecimiento es mayor que el aumento del gasto público. Pero también hay datos alentadores para la situación de Brasil. En la mayoría de los mercados emergentes la entrada de reservas se produce con préstamos. En el caso de Brasil vienen por el desempeño favorable de la balanza comercial, en gran parte por un sector agrícola muy dinámico y competitivo. Brasil también lleva muchos meses de crecimiento del ahorro y crédito. Finalmente, el Banco Central (BCB), ha venido implementando un recorte de tipos de interés (desde el 14,25% en julio 2015, hasta el 6,5% actual), y ha declarado que a pesar de la situación del real no subirá las tasas.



Análisis de mercado 2018

Las medidas del presidente Donald Trump de los aranceles comerciales y las contramedidas de la UE y China, afectarán sobre todo a las exportaciones de estas economías. Con las subidas de interés de la Fed se incrementará el coste del servicio de la deuda contraída en dólares por estas economías emergentes, avicinándose una crisis de deuda de los mercados emergentes. Argentina ya ha tenido que recurrir al FMI para obtener un préstamo de 50 mil millones de dólares. Brasil tiene la mayor proporción de deuda pública de las economías emergentes y con el coste más alto.

VISIÓN DE GESTIÓN DE PSN

La primera mitad de año se ha caracterizado por volatilidad en las Bolsas, pero con un futuro respaldado por alentadores datos macroeconómicos.

La Fed, como se esperaba, elevó los tipos de interés 25 puntos básicos, hasta un nuevo rango de 1,75% a 2%, apoyándose en la solidez de la economía, y la fortaleza del empleo. Además, el ritmo se acelera ligeramente, con dos subidas más este año, más las tres previstas para el año próximo.

El BCE anunció el fin definitivo del programa de compras en diciembre y la subida de tipos debería esperar "al menos hasta finales del verano de 2019", dados los riesgos geopolíticos y comerciales en el horizonte.

Con Estados Unidos en déficit público y por cuenta corriente aun elevados por la política de la administración de Trump, aumenta la necesidad de un dólar estructuralmente más débil a medio plazo. A corto plazo, la posible solución de las tensiones políticas dentro de la periferia europea debería contribuir a un rebote del euro.

Lo más importante a tener en cuenta es la tensión comercial de Estados Unidos con los mercados, el desarrollo del euro y los tipos. En cuanto a política, veremos cómo sigue desarrollándose Italia, Alemania y España.

Las Bolsas emergentes han sufrido mucho este semestre contra el dólar. Sin embargo, la economía mundial mantendrá un crecimiento sólido en 2018, manteniendo el 3,1% que se alcanzó el año pasado, especialmente gracias al empuje de los países emergentes. El alza económica dependerá del enfoque de los gobiernos en aumentar la participación del trabajo.

Perspectivas aún negativas para los bonos gubernamentales a largo plazo.

La mayoría de los analistas están más positivos para el segundo semestre con la Renta Variable Europea que la americana que se ha comportado bien y la consideran ya a un valor razonable. La europea ha estado castigada por la incertidumbre en materia proteccionista; los sectores auto, bancos y tecnología los más castigados.

PSN ANÁLISIS

Jaime Martínez Sicilia: jaimemartinez@grupopnsn.es

Juan Luis Fresneda Clement: jfresneda@grupopnsn.es

Antonio Barahona Moreno: abarahona@grupopnsn.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.