



ANÁLISIS

de mercado

OCTUBRE 2018



“Continúan las subidas de tipos de los bonos”

País	Yield 10y	Spread vs Alemania	Variación 1m pb
España	1,54	116	4,7
Italia	3,42	304	28,5
Portugal	1,86	148	-0,4
Francia	0,75	36	-5,4
Alemania	0,38	-	-8,5
EE. UU.	3,14	276	8,2

Tabla 1: Datos con fecha 31/10/18. 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 MERCADOS

Visión de Gestión.

• **Comisión Europea:** Bruselas rechazó el borrador presupuestario italiano para 2019 y pide uno nuevo para el 13 de noviembre (tras dos avisos Italia confirmó que cumpliría con el plazo). El documento del 15 de octubre infringía las normas fiscales de la Unión Europea. Es la primera vez que la Comisión Europea rechaza unos presupuestos, aunque el Gobierno italiano es libre de seguir adelante con esos presupuestos. Sin embargo, la Comisión tiene poder para sancionar al país con una multa máxima del 0,2% del PIB (unos 3.500 millones de euros en el caso italiano).

• **Presupuestos de España:** el borrador del presupuesto español que se presentó en Bruselas el 15 de octubre incluía un aumento del impuesto a la renta para familias o personas con ingresos superiores a los 140.000 € después de las negociaciones con Podemos que pedían un umbral de 120.000 €. También incluyó un nuevo impuesto del sector en línea del 3% y un impuesto corporativo mínimo del 15% o 18% para los sectores petroleros. Días más tarde, el Gobierno de España respondía a Bruselas que en 2019 hará la mayor reducción estructural de déficit desde 2013.

• **OPEP:** Arabia Saudí fue el país que más incrementó su producción de petróleo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), hasta un total de 10,512 millones de barriles diarios. El país islámico volvió a incumplir la cuota de producción diaria a la que se comprometió en el pacto de recorte de la OPEP. Por otro lado, los datos apuntan a que las presiones de Estados Unidos para evitar que el resto de países compre petróleo procedente de Irán han comenzado a surtir efecto. Aunque las sanciones se ponen en marcha de nuevo formalmente en noviembre, en el noveno mes del año el país de Oriente Próximo redujo su producción en 150.000 barriles.

• **Elecciones Brasil:** el ultraderechista Jair Bolsonaro, ganador de las elecciones en Brasil, frente al candidato del Partido de los Trabajadores. Bolsonaro tendrá que gobernar con un Congreso de 30 partidos encabezados por el propio Partido de los Trabajadores, con 57 diputados, mientras que su Partido Social Liberal (PSL) cuenta con 52, aunque tiene más potenciales aliados.

• **Reunión BCE:** tal y como se esperaba, no hubo cambios en la política monetaria. En concreto, la institución ha mantenido el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (0,0%), de la facilidad de crédito (0,25%) y de depósito (-0,40%). Mario Draghi hace constar que los datos económicos se han debilitado por encima de lo previsto, aunque no hacen descarrilar el escenario central de un crecimiento relativamente sólido.

Índices Bursátiles		% Var Mensual
IBEX 35	8.893,5	-5,28%
CAC 40	5.093,4	-7,28%
DAX	11.447,5	-6,53%
FTSEMIB	19.050,2	-8,02%
EURO STOXX 50	3.197,5	-5,93%
DOW JONES	25.115,8	-5,07%
NASDAQ	6.967,1	-8,66%
S&P500	2.711,7	-6,94%

Tabla 2: Principales índices bursátiles. Datos con fecha 31/10/2018 Fuente: Bloomberg, Moneda local

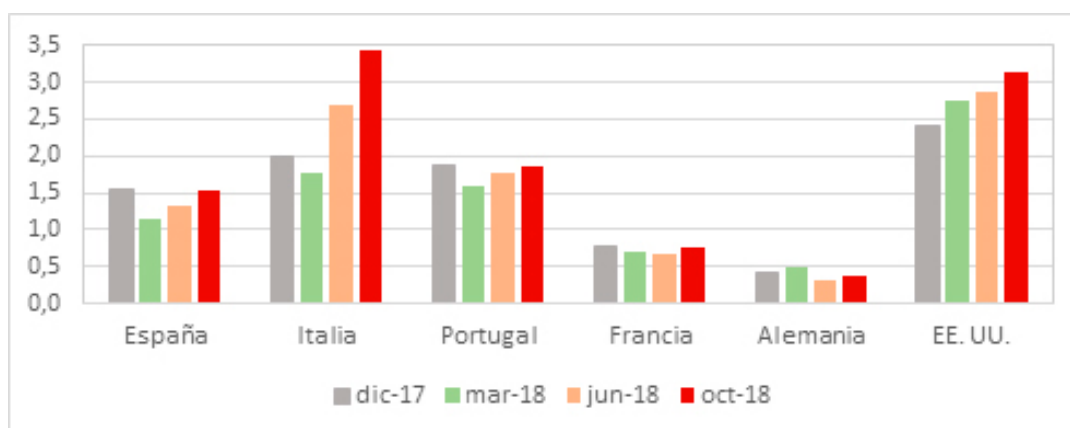
RENTA FIJA

El T-Note (Tesoro estadounidense a 10 años) ha terminado octubre en el 3,14% como se puede ver en la tabla 1. En septiembre los tipos de interés en EE. UU. estaban en el rango del 2% y el 2,25%. Con una subida más en diciembre y otras 3 en 2019, se situarían en el 3%-3,25%. El mercado ya lo está descontando, dejando poco margen a la subida del interés del bono americano a 10 años.

La economía de Estados Unidos creció a un ritmo anual del 3,5% en el tercer trimestre del año, menor que el crecimiento anterior del 4,2%, que había sido el mayor incremento trimestral del PIB desde 2014. La Reserva Federal el año que viene tendrá que manejar el sobrecalentamiento de la economía con subidas de tipos alrededor del crecimiento nominal de la economía, conllevando a una desaceleración controlada. Tenemos un crecimiento de la economía americana muy intensivo en deuda: se necesitan tres dólares de crédito para generar un dólar de crecimiento. En tres de cada cuatro crisis lo que sucede es que la política monetaria reacciona demasiado tarde por presiones, por miedo de subir demasiado los tipos o por no medir bien los riesgos en la economía.

El aumento gradual de los tipos de interés de EE. UU. está endureciendo las condiciones financieras en todo el mundo, especialmente en las economías emergentes más vulnerables. Los inversores ahora pueden obtener rentabilidades decentes en Renta Fija estadounidense a corto plazo sin tener que asumir riesgos importantes de crédito y de duración.

En Renta Fija europea, actualmente se puede encontrar valor en tramos de la curva más a medio y largo plazo, no obstante, los inversores siguen abogando por una construcción de carteras con duraciones cortas, para evitar el riesgo de una prematura subida de tipos. En octubre la Renta Fija periférica ha disminuido en precio, con la excepción de Portugal que se ha mantenido. En la primera tabla se puede apreciar cómo Francia y Alemania han reducido 5,4pb y 8,5pb respectivamente. Sin embargo, en el año, solo Italia y Estados Unidos han aumentado los tipos con 143 y 74 puntos básicos respectivamente. Esto se explica por los problemas políticos de Italia y por la subida de tipos de la Fed. Finalmente es notable el aumento de todas las primas de riesgo al terminar octubre, porque Alemania ha cerrado con 3,6 pb menos que al comenzar el año.



“Tablas de tipos de interés soberanos”. Fuente: Elaboración propia



Análisis de mercado 2018

El plan de inyección del Banco Central Europeo es ya de solo 15.000 millones de euros al mes hasta su fin en diciembre. Este programa de compra de activos, que ha inyectado 2,5 billones de euros en el sistema a través de la adquisición de deuda cotizada y del que 172.656 millones han ido a los bonos corporativos, se prepara para su fin. A partir de enero, solo quedará la reinversión de los cupones que se cobren y los principales que se devuelvan.

El panorama para los bonos de las empresas se presenta peor. La retirada del plan de compra y las dudas económicas pesan más que el alza de tipos. El BCE tiene que empezar en 2019 con la subida de tipos, y más adelante podrá empezar a trabajar otros asuntos como la unión europea fiscal para amortiguar la próxima recesión. El crecimiento de la zona del euro es ahora más moderado y, cuanto más largo es el ciclo y más se ajustan las condiciones, mayor es el riesgo de nuevas crisis. Hay múltiples propuestas para reforzar la capacidad de absorción de impactos de la zona del euro, y si se llegara a realizar, sería positivo para los mercados. Si se consigue un crecimiento económico más sólido y una caída sostenida de las primas de riesgo, la región europea disfrutaría de un aumento sustancial del euro, un gran aumento en el precio de los activos de riesgo y una normalización de las tasas de interés.

Con relación al crecimiento, España está en mínimos de 3 años en crecimiento económico. Según datos publicados por el INE, el PIB del segundo trimestre moderó su crecimiento en España hasta el 2,5% vs 2,7% preliminar. La desaceleración apunta a un agotamiento en el avance de las partidas de consumo y sobre todo de las exportaciones, al constatarse en este último caso la contribución negativa del sector exterior al PIB por el menor crecimiento de nuestros principales socios comunitarios.

La inflación subyacente en Europa moderó su evolución al 0,9% interanual (desde el 1%). El IPC de septiembre avanzó hasta el 2,1% interanual y se espera que se mantenga cerca del 2% una vez que finalice el QE. En EE. UU. el IPC ha ascendido a 2,3% interanual (desde el 2,7% anterior) y con la tasa subyacente manteniéndose estable en el 2,2% interanual. La diferencia de términos es que el IPC selecciona una cesta de consumo concreta y cerrada de bienes y servicios para medir y evaluar los incrementos de los precios y la inflación es la subida generalizada de los precios de una economía. La inflación subyacente no toma en cuenta ni los productos energéticos ni los alimenticios sin elaborar.

En la eurozona, la tasa de paro continúa descendiendo y en agosto se situó en el 8,1%, una décima menos que en el mes anterior y su nivel más bajo desde finales de 2008, confirmando la recuperación de la economía de la región. En España el desempleo registrado se incrementó en septiembre, pero los datos de afiliación fueron más alentadores al confirmar que continúa la contratación.

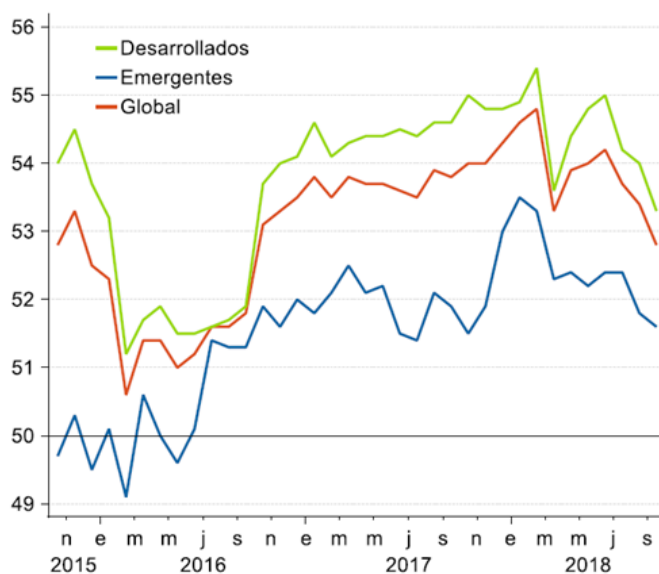
El Fondo Monetario Internacional alerta sobre el repunte de la deuda. La directora gerente del FMI, Christine Lagarde, alertó ayer del repunte histórico del endeudamiento a nivel global, tanto público como privado. Lagarde se refirió al récord histórico alcanzado por la deuda global, de 182 billones de dólares y casi un 60% por encima de la registrada en 2007. En su discurso en la sede del FMI en Washington, Lagarde avisa que la subida de tipos dejará en una situación "más vulnerable" a Gobiernos y empresas a nivel global. La deuda del gobierno federal de EE. UU. ha aumentado de menos del 40% del PIB hace diez años al 78% actual, que además se encuentra en máximos de 6 años. Este déficit fiscal o déficit público también preocupa en España. En 2017 cerró con el déficit más elevado de toda la Unión Europea, 3,1% del PIB, 1,4 puntos inferior al presentado en 2016. No obstante, el dato sigue reduciéndose cada año desde 2009.

RENDA VARIABLE

Las Bolsas americanas cayeron drásticamente entre el 3 y el 11 de octubre. El día que básicamente explica esta caída, fue el derrumbe mundial de las Bolsas el 10 de octubre. El índice Dow Jones descendió 832 puntos, el tercer peor día por puntos en su historia. La estampida de Wall Street se agravó en Asia, con caídas de hasta el 5% en China y casi 2% en Europa. Al igual que en la caída de enero, el mercado tenía muchas órdenes en corto y con estos estructurados se acentúan las caídas. También es importante considerar que Estados Unidos no está en un mercado bajista, lo que provoca que a China se le multiplique el contagio. Además, es el país más endeudado, por lo que cae con más miedo. Las acciones del Dow Jones que tienen una presencia significativa en China se encontraban entre los más perjudicados del día. El Nasdaq fue el Índice que más sufrió, incluyendo el hackeo a Lenovo y otras marcas por el gobierno chino, descubierto la primera semana de octubre. Las 'bigtech' chinas no estaban viviendo un buen final año, lastradas por la guerra comercial entre su país y Estados Unidos, pero el escándalo de espionaje ha rematado sus dudas. El gobierno chino usó microchips instalados en dispositivos manufacturados en territorio estadounidense para robar secretos tecnológicos, una trama china para infiltrar computadoras en Estados Unidos. ZTE, Xiaomi, Tencent y Lenovo cerraron la semana con pérdidas en la Bolsa de Hong Kong agravando el mal rendimiento de las tres primeras desde inicio de año y estropeando el de Lenovo, que había logrado esquivar las consecuencias de la guerra comercial.

En definitiva, las acciones han estado en medio de un desplome en octubre, con una fuerte caída iniciada por inversores preocupados por el aumento de las tasas de interés.

En Estados Unidos, el sector tecnológico estalló porque los rendimientos de los bonos alcanzaron un máximo de más de siete años. Al tener Estados Unidos una economía sólida, la subida de tipos es normal, con lo que el aumento del interés en el índice de referencia del Tesoro estadounidense a 10 años preocupa a los inversores de Renta Variable. Las tasas más altas a largo plazo podrían desacelerar los sectores boyantes de la economía, incluido el tecnológico, especialmente porque la Reserva Federal parece intentar aumentar las tasas a corto plazo. Tasas más altas aumentan los costes de endeudamiento, presionando los beneficios empresariales.



“Compuesto de PMIs por áreas”. Fuente: AFI



Es posible que los inversores quieran cambiar de impulso a acciones más defensivas; compañías que no son tan caras y que también pagan dividendos saludables y estables. La preocupación por la desaceleración en la economía de China y en general de la economía mundial también están arrastrando a los mercados.

En octubre se publicaron los datos finales de confianza de los empresarios de las manufactureras, que dejaron pocas novedades y confirman la tendencia de freno en la confianza. En Europa la confianza de los empresarios en la zona euro continuó retrocediendo en octubre. Los índices PMI decepcionaron al caer el compuesto al 52,7 desde el 54,1 anterior, sobre todo con la bajada del PMI manufacturero y servicios. Esto ha acelerado la bajada de la confianza actual. El PMI manufacturero de Alemania es de 52,2 y de 51,2 para Francia, por debajo de sus estimaciones. Mientras estén por encima de 50 no debería preocupar, pero si la economía global sigue creciendo menos durante semestres, llegaremos a una recesión.

En España se han acelerado las desinversiones con la reciente escalada en los intereses de la deuda acompañados de la latente alerta de desaceleración económica. A esto se le ha unido la escalada en los costes de financiación y la continua guerra de aranceles. Esto ha conllevado a una rebaja de previsiones efectuada por el FMI y la caída de las exportaciones en Alemania y China. En cuanto a los factores políticos, sigue en vilo el desafío de Italia a Bruselas y la falta de acuerdo sobre el Brexit. Esta vez, las alertas en los mercados no han ido acompañadas de un repunte en el dólar (aunque en el año euro se haya depreciado cerrando octubre en el mínimo de -5,8%). Después del desplome de la segunda semana de octubre, cuando parecía que las Bolsas se recuperaban, el Ibex volvió a caer tras la decisión del Tribunal Supremo de pretender hacer pagar a la banca el impuesto de actos jurídicos documentados.

NUESTRA VISIÓN PARA LOS PRÓXIMOS MESES

En noviembre se espera una recuperación de las Bolsas desde los mínimos de octubre. Los analistas creen que las correcciones han sido excesivas. Dos noticias alentadoras para noviembre son la misiva enviada al Parlamento británico por Dominic Raab (el ministro encargado de negociar el Brexit) anunciando que Reino Unido prevé llegar a un acuerdo en el mes. La segunda, en este mismo periodo, es que el mercado puede que anticipe el acuerdo comercial entre Estados Unidos y China en la reunión del G-20, que se realizará en Argentina el 30 de noviembre.

El gran riesgo de la Bolsa mundial puede estar en que la Fed no actúe acorde con las circunstancias y no suba la "Federal funds rate" paralelamente a la economía. En Europa, al estar los tipos a 0%, las empresas se han endeudado, y si hay una nueva crisis antes de dos años, el BCE no va a tener herramientas para combatirla, por lo que no queda mucho margen para que en el corto plazo anuncien la fecha de la primera subida de tipos.

Aun así, el BCE confirma el fin, en diciembre, de su multimillonario programa de compra de activos. La entidad mantendrá la cautela sobre los plazos barajados para su primera subida de tipos debido al marco actual. Esto es, el desafío de Italia a Bruselas, el desenlace del Brexit, el acuerdo de Trump con China, los síntomas de desaceleración en el crecimiento, la contención en las presiones inflacionistas y la caída del euro al borde de sus mínimos del año.

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.