

N

O

# Análisis de mercado

FEBRERO 2019

L

E

PSN

# 2019

## Análisis de mercado 2019

### “Mejora de comportamiento del 10 años de España y Portugal”

País	Yield 10y	Spread vs Alemania	Variación 1m pb
España	1,17	99	-2,4
Italia	2,75	257	16,2
Portugal	1,46	128	-15,1
Francia	0,57	39	1,6
Alemania	<b>0,18</b>	-	3,4
EE. UU.	2,72	253	8,6

Tabla 1: Deuda Soberana. Datos con fecha 28/02/19. 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.

• **Elecciones Generales:** para el 28 abril, Pedro Sánchez ha convocado elecciones y apenas un mes después, el 26 de mayo, serán las europeas, autonómicas y municipales. Por otro lado, la Comisión Europea publicó su insatisfacción con los progresos económicos de España en dos ámbitos: las reformas que aseguren la continuidad del crecimiento a futuro y la mejora de las cuentas públicas, en forma de reducción de déficit y deuda pública, que permitirían afrontar una nueva crisis con un margen fiscal más holgado.

• **Venezuela:** numerosos países de la Unión Europea reconocieron a Juan Guaidó como presidente interino de Venezuela. La última semana de febrero, Juan Guaidó pedía ayuda internacional para derrocar a la fuerza a Nicolás Maduro. Sin embargo, la canciller europea Federica Moguerini, se proclamó diciendo “Repudiamos el uso de grupos armados irregulares para intimidar a civiles y legisladores”. Del mismo modo, Antonio Guterres, secretario general de la ONU, añadió que lo principal es que “no se utilice fuerza letal en ningún caso”.

• **Brexit:** Bruselas dice no a renegociar el pacto de salida con Reino Unido. Emmanuel Macron, y Angela Merkel admitieron un retraso de la fecha de salida de Reino Unido sólo “si se justifica por una nueva perspectiva”. El negociador jefe de la Unión Europea para el Brexit, Michel Barnier, comentaba que no tenía sentido posponer la fecha de salida del Reino Unido ya que, si tienen claro que quieren abandonar el club comunitario, la decisión se puede tomar ya. Si quieren cumplir con la fecha límite del 29 marzo, se tiene que solucionar el asunto “backstop”, para no imponer una frontera dura entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda. La última noticia es que el Gobierno británico habría renunciado a exigir a la UE la limitación temporal al “backstop” en Irlanda, con lo que el ejecutivo se condenaría a otra derrota en la Cámara de los Comunes.

• **CoCo del Banco Santander:** primer banco europeo que no amortiza su bono Convertible Contingente que emitió en 2014. Esto dificultará las próximas emisiones para toda la banca en general. Los inversores esperaban ahora el repago del nominal. La entidad se ha inclinado por mirar hacia su balance, para mantener estable su nivel de recursos anticrisis y contener los costes de financiación. De esta manera se convierte en el primer banco de Europa que no amortiza una emisión de CoCos a la primera oportunidad hábil para ello desde la creación de este instrumento en 2013. Los CoCos (que computa como bonos AT1) son perpetuos, lo que significa que cotizarán hasta que el emisor decida repagarlos.

Índices Bursátiles		% Var Mensual
IBEX 35	9.277,7	2,44%
CAC 40	5.240,5	4,96%
DAX	11.515,6	3,07%
FTSEMIB	20.659,5	4,71%
EURO STOXX 50	3.298,3	4,39%
DOW JONES	25.916,0	3,67%
NASDAQ	7.097,5	2,76%
S&P500	2.784,5	2,97%

Tabla 2: Principales índices bursátiles. Datos con fecha 28/02/2019. Fuente: Bloomberg. Moneda local

## RENTA FIJA

El presidente de la Fed, Jerome Powell, se mostró especialmente enérgico señalando el empeoramiento del entorno económico y apuntó al fin de las subidas de tipos en Estados Unidos. Advirtió ante el comité bancario del Senado de la existencia de “señales conflictivas” para el crecimiento económico futuro de EE. UU., aunque aseguró que las condiciones actuales son “saludables”. Además, insistió en que la entidad tiene que ser paciente en su política monetaria y que el nivel de paro está en mínimos de 50 años.

En Estados Unidos, unas 800.000 personas no han cotizado en el “shut down” y se estima que afectará dos décimas al PIB. Además, es posible un nuevo cierre en caso de que no haya acuerdo entre republicanos y demócratas sobre la financiación del muro fronterizo. Trump declaró el estado de emergencia nacional para poder contar con los fondos necesarios para la construcción del muro con México. En caso de que el deterioro macro llevara al mercado a descontar bajadas de tipos en EE. UU. el riesgo sería de apreciación del euro (por el menor margen de maniobra del BCE para seguir incidiendo en la política monetaria). El consenso actual del mercado es de una sola subida en 2019.

Las economías de la zona euro siguen confirmando la debilidad de su sector industrial. En cambio, en Estados Unidos, los analistas prevén que el crédito al consumo continuará aumentando debido al bajo desempleo y a constantes incrementos en los ingresos. Para evitar una nueva recesión, con tipos a cero, la solución del BCE será nuevas inyecciones de liquidez para la banca. Si llevan a cabo este nuevo programa de estímulos en verano, se diferirá la primera subida al año que viene. Este programa de TLTRO del BCE, son préstamos baratos para bancos en forma de subastas a largo plazo y a bajo interés, que está previsto para junio. Los préstamos bancarios baratos son una forma de estímulo lanzado por primera vez por el BCE durante la crisis financiera mundial.

En Europa, esperamos que la tasa de depósito empiece a regresar a “cero” en 2019, con la primera subida en el primer trimestre del 2020. El QE terminó en diciembre de 2018, pero las reinversiones en 2019 podrían rondar los 185 mil millones.

Deuda española (TIR, %)				Repo y EURIBOR (%)				
%	2a	5 a	10 a	%	BCE	FMD	3 m	12 m
feb.-19	-0,25	0,22	1,24	07-feb-19	0,00	-0,40	-0,31	-0,11
mar-19	-0,17	0,31	1,31	mar-19	0,00	-0,40	-0,27	-0,10
abr-19	-0,09	0,40	1,39	jun-19	0,00	-0,40	-0,25	-0,08
may-19	-0,01	0,48	1,47	sep-19	0,00	-0,40	-0,20	-0,05
jun-19	0,04	0,53	1,50	dic-19	0,00	-0,25	0,05	0,10
jul-19	0,08	0,59	1,57	mar-20	0,25	0,00	0,25	0,40
ago-19	0,12	0,65	1,63	jun-20	0,25	0,25	0,40	0,50
sep-19	0,16	0,71	1,70	sep-20	0,50	0,25	0,50	0,65
oct-19	0,21	0,75	1,73	dic-20	0,50	0,25	0,60	0,65
nov-19	0,26	0,78	1,77					
dic-19	0,31	0,81	1,80					
ene-20	0,36	0,86	1,85					

“Estimaciones de los bonos españoles y tipos del BCE”. Fuente: AFI

La primera subida de tipos del BCE se espera que sea cerca de marzo de 2020, habiendo cerrado el año con el bono de referencia a 10 años en niveles de 1,80%. Sería en verano de este año cuando el bono a dos años empiece a estar en positivo.

La Comisión Europea revisa a la baja sus previsiones de crecimiento. El PIB estimado para la Eurozona en 2019 se revisó seis décimas a la baja, desde el 1,9% hasta el 1,3%. El IPC de la eurozona en diciembre se situó en el 1,4% interanual. Con ello, los niveles de inflación se mantienen reducidos en la región y por debajo de los objetivos del BCE. El indicador de confianza de la eurozona cae por octavo mes consecutivo.

El exvicepresidente del Banco Central Europeo, Vítor Constâncio, descarta una recesión en Europa este año. Por su parte, Luis de Guindos, vicepresidente actual del BCE, comentaba que el proteccionismo es el principal riesgo internacional y que es crucial que Estados Unidos y China, pero también la Unión Europea, encuentren un terreno de entendimiento para que las tensiones no degeneren en guerra comercial.

En España el INE confirma la moderación del IPC hasta el 1%, por la contención en alimentos y gasolina. Un dato que sigue apoyando a la deuda pública española es la demanda de soberanos en área euro por parte de inversores japoneses y chinos, que sigue siendo favorable para España respecto Italia y Francia. Con la depreciación del dólar respecto a la divisa asiática el tipo de cambio ha provocado que pasen de comprar bonos del tesoro estadounidense a buscar en euro sin cubrir. Como necesitan un bono con rating y que pague una TIR decente (que compense el que no estén cubriendo el tipo de cambio en dólares), la mejor opción es España. En 2019 el 13% de las emisiones las han suscrito asiáticos. Finalmente, el PMI del sector manufacturero del mes de febrero fue de 49,9 puntos, donde apreciamos un mal comportamiento de la economía española que entra en fase de contracción (por debajo de 50), con el paro aumentando en 3.279 personas en febrero, el mayor alza desde 2013.

El FMI alertó de que las medidas que está llevando a cabo el Gobierno italiano podrían dejar al país en una situación más débil y generar otra vez la desconfianza de los inversores. La institución mantiene las previsiones de crecimiento para 2018 en un 1%, para 2019 un 0,6% y un repunte al 0,9% en 2020. Parece que las encuestas empiezan a indicar un movimiento hacia la Liga Norte (positivo para los mercados) y en contra de la Liga 5 estrellas, el cual no favorece a la reducción de la deuda. Las rentabilidades de la deuda italiana han disminuido por el menor apoyo al Movimiento 5 Estrellas, lo que aumenta las probabilidades de una ruptura de la actual coalición de Gobierno. Para que Italia no sufra futuras rebajas de rating es necesario que la recesión no se prolongue, haya crecimiento económico, que sean capaces de controlar sus cuentas públicas y que el sector bancario continúe saneando sus balances.

Por el lado asiático, el Banco de Japón ha recortado el programa de compra de deuda de bonos entre 10 y 25 años por primera vez desde el pasado mes de julio.

## RENTA VARIABLE

EL 27 de febrero, tuvo lugar la segunda cumbre para hablar de desnuclearización entre Donald Trump, y Kim Jong-un. Antes de la conversación, el presidente estadounidense comentó los progresos obtenidos desde que se vieron las caras en su primera reunión hace ocho meses en Singapur. El líder norcoreano también expresó su confianza en que el nuevo encuentro arrojaría resultados y ofrecía una desmantelación parcial de activos nucleares para que se pudieran levantar algunas sanciones. Tras el fracaso de la reunión, el régimen norcoreano amenazó con reiniciar el programa de pruebas atómicas.

En cuanto a la parte comercial, S. Mnuchin apostó por un acuerdo a mediados de marzo mientras que Trump pidió a China que elimine rápidamente todos los aranceles a las importaciones de Estados Unidos. Si el 27 de marzo ambos países firman el acuerdo comercial y ponen fin a las hostilidades comerciales, EE. UU. retiraría todos los aranceles. Un informe del organismo de comercio e inversión de Naciones Unidas establece que Europa sería el principal beneficiado de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, en cuanto a bienes redirigidos hacia otras geografías.

Es difícil saber, los motivos que hay detrás del buen comportamiento de la Renta Variable en lo que llevamos de año, aunque claramente está ligado al excesivo sell off que vimos a finales del año pasado. También se le atribuye el renovado optimismo en las negociaciones entre China y EE. UU. y el rally de los cíclicos que, en muchos casos, siguen teniendo a China como tabla de salvación. El gigante asiático ha tenido un buen comienzo de año chino, con un rebote en los activos de riesgo y unas perspectivas económicas más esperanzadoras gracias a las nuevas medidas de estímulo, han respaldado este movimiento.

La rentabilidad por dividendo de las compañías europeas está en máximos de los últimos 3 años, lo que pone en cuestión a los pay outs actuales. Muchas compañías han recortado dividendos, especialmente en el sector de materiales, que hace aún más complejo las decisiones de inversión.

2018 ha sido un año difícil para las acciones españolas, debido a la política interna, las elecciones intensas en América Latina, la exposición en el Reino Unido, Turquía, el peso significativo de los bancos en el índice, los efectos del enfrentamiento entre la UE y Italia, etc. Estas debilidades han amainado dejando un fuerte comienzo de año. Como uno de los índices más baratos, el Ibex cotiza a menos de 12 veces su ingreso (Ratio PER de 11,7 contra la media de 12,2 de los últimos 10 años). En Europa, el PER Eurostoxx respecto a la media de los últimos 10 años está a 13,6, algo más caro que la media de 13,2.



“Price Earnings Ratio Ibex actual vs media 10 años”. Fuente: Factset



# Análisis de mercado 2019

Los márgenes corporativos probablemente están acercándose a un pico cíclico. Esto suele ser un signo de madurez, incluso si no implica que el crecimiento de las ganancias no pueda aumentar más. Como resultado, el mercado está inclinado a castigar a las empresas que no cumplen con las expectativas del mercado.

Los mercados asiáticos reaccionaron positivamente ante el retraso de la subida de tarifas el 1 de marzo por parte de Trump, tras tres semanas de negociaciones. Mientras, el IFO alemán advierte del duro impacto económico si EE. UU. aplica nuevos aranceles sobre automóviles.

La Bolsa de China que cayó un 18,8% en 2018 lidera las Bolsas mundiales con un 18% a cierre de febrero. Esto ha sido principalmente por la “tregua” comercial China-EE. UU. Pero también han tomado un gran número de medidas monetarias, regulatorias y de flexibilidad para ayudar al crecimiento. Bien es cierto que las acciones chinas se habían abaratado en 2018 tanto, que el máximo estuvo en 14,8 y eso ha provocado atractivo de entrada a inversores. El ratio PER actual se encuentra en 10,6 que se espera que repunte. La actividad manufacturera en China se contrajo en febrero por tercer mes consecutivo, hasta caer a mínimos de tres años.

Recuperación del precio del petróleo a principios de febrero después de marcar mínimos de dos semanas tras conocerse el compromiso de Arabia Saudita a profundizar en los recortes de producción. La última semana de febrero, Trump escribió un tweet pidiendo a la OPEP que se “relaje” y la cotización cayó más de 3,5%. Esto es tras el objetivo de que el cártel vuelva a abrir el grifo del petróleo en los próximos meses y teniendo en cuenta la crisis de producción que vive Venezuela, el embargo a Irán y los recortes de producción acordados por la OPEP y Rusia.

## NUESTRA VISIÓN PARA LOS PRÓXIMOS MESES

En el mes de febrero, en Renta Fija, solo subió el precio del bono español y portugués tras la fuerte remontada de todos los bonos a nivel global en enero. La Renta Variable si volvió a subir en conjunto, con un promedio del 3,8% en las principales bolsas europeas y estadounidense (indicadas en la tabla 2).

No se esperan subidas de tipos en 2019 y de hecho se espera una política más expansiva al retomar las LTRO (Long-term Refinancing Operation) esperadas para verano. Con ellas se espera evitar la caída monetaria y las restricciones de liquidez que acompañan a los procesos recesivos. Se trata de prestar capital barato a las entidades financieras y comprar títulos de deuda tanto pública como privada en el mercado secundario.

Con las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento, el mercado ha aguantado incluso fortaleciéndose. Los dos principales conflictos de interés mundial, las conversaciones entre Estados Unidos y China y las de Reino Unido con Europa, podrían estar resueltas para el cierre de marzo.

En cuanto a Venezuela y Corea del Norte, habrá que esperar para ver cómo evolucionan los conflictos.

Para el cierre del primer trimestre habrá que tener mucha atención puesta en la Renta Variable, ya que hay muchas casas que con los grandes beneficios de los dos primeros meses de año, ya están deshaciendo posiciones por el miedo a una fuerte corrección.

PSN ANÁLISIS

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

**Ángel García Díez:** [angelgarcia@grupopsn.es](mailto:angelgarcia@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.