



ANÁLISIS

de mercado

MARZO 2019



ENFOQUE GENERAL

El primer trimestre del año se ha desarrollado con una muy positiva Renta Variable, rebotando desde mínimos de cierre de año. Todas las Bolsas han tenido un gran crecimiento durante los tres primeros meses. También la Renta Fija en general tuvo subidas como se puede observar en los precios de los bonos del gobierno a 10 años a nivel global.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dividendos por Acción	639,8	389,9	389,2	385,6	400,0	424,8	455,0
Margen EBIT (%)	19,1	17,7	19,9	20,3	20,1	20,5	21,0
Rentabilidad sobre RR.PP. (ROE) (%)	8,2	8,2	7,5	10,5	9,8	10,6	10,7
Price/Earnings (x)	18,8	14,8	18,1	13,5	13,5	11,8	11,1
Enterprise Value/EBITDA (x)	9,4	9,5	9,1	8,6	8,2	8,1	7,6
Deuda neta sobre EBITDA (x)	2,8	3,1	2,6	2,5	2,2	2,1	2,0
Beneficios por acción	593,8	570,7	528,6	727,6	688,9	775,9	829,1
Sales	-5,1	-3,9	-5,8	3,8	2,3	1,7	3,0
EBIT	9,2	-4,9	10,1	7,5	1,8	6,7	5,5
EBITDA	-8,6	-2,6	11,5	6,5	5,3	4,2	5,5
CAPEX	-5,0	-3,2	4,7	-4,6	9,1	4,0	-1,2

“La tabla muestra los principales datos de la evolución de las empresas del Ibex”. Fuente: Facsheet.

En el Ibex, los dividendos repartidos en el 2018 han sido los mayores desde 2014, donde a pesar de ser el peor año de la historia a nivel global (todos los activos se comportaron mal), el margen de Ebit sobre ingresos fue muy alto, 20,1. Por otro lado, el valor de las empresas sobre Ebit y sobre ebitda caía considerablemente (denominador grande con además numerador decreciendo). Donde sí se ha notado mucho es en las ventas, con la población consciente de la recesión, el gasto disminuye y en 2019 se espera que continúe el descenso. Finalmente, viniendo de un 2017 donde disminuía el Capex (bienes comprados por las empresas para generar beneficios) en 2018 se gastó más que en los últimos años (sobre todo la primera mitad donde no se estaba teniendo precaución con la desaceleración) y no es sostenible para los próximos años.

En Europa, menos de la mitad de las empresas (cerca del 40% de las englobadas en el MSCI Europe) han conseguido batir las estimaciones del consenso. Dato muy pobre ya que 54% es el porcentaje medio que se observa en el largo plazo.

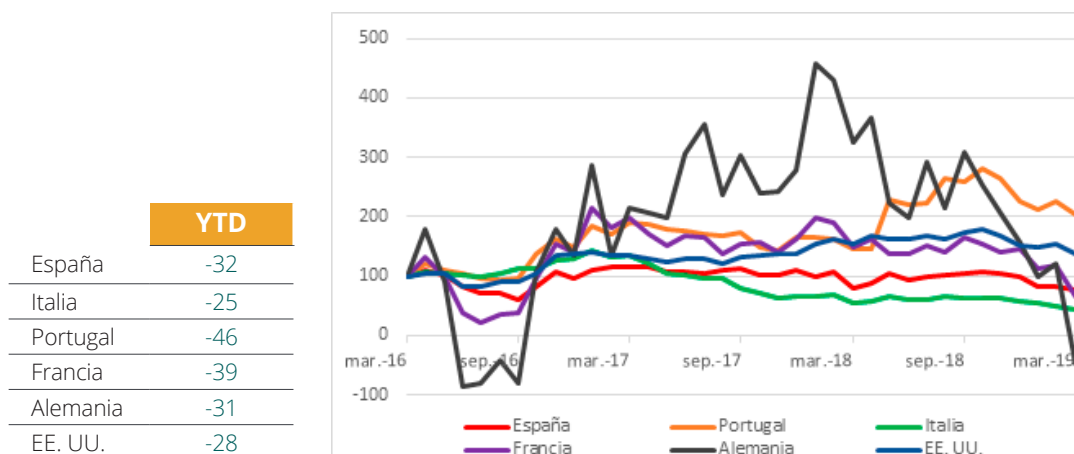
La OCDE redujo las previsiones económicas para Estados Unidos de este año, esperando un crecimiento al 2,6% desde el 2,7%. Tras el avance del 2,2% (frente 2,3% previsto) en el último trimestre del año, la economía de Estados Unidos creció un 2,9% en 2018, el mayor ritmo del PIB desde 2015, pero constató la progresiva ralentización de los últimos trimestres. Para la zona euro, la institución espera un crecimiento de tan solo 1% para este año, frente al 1,8% de 2018. El primer trimestre nos deja en Europa el mejor trimestre de los últimos cuatro años, a pesar de experimentar una nueva salida masiva de dinero del patrimonio de los fondos (en torno a los 39 billones de dólares).

El petróleo subió hasta precios de noviembre con la publicación de la reducción de inventarios de Estados Unidos respecto al pronóstico. Petróleo y gas ha sido el sector más comentado tras lograr su mejor trimestre de la última década, una racha que podría continuar tras las declaraciones del Ministro de Energía de Arabia Saudí donde afirma que todo apunta a que se mantendrá sin problemas los objetivos de recorte de producción entre OPEP y países productores.

RENTA FIJA

El Bund se fue al terreno negativo, alcanzando el -0,08% la última semana de marzo, el nivel más bajo desde 2016, en lo que podría ser un mal prolegómeno de desaceleración más acusada de la economía alemana y, por ende, de la europea. En este punto históricamente las compañías cíclicas suelen hacerlo peor que las defensivas cuando se producen escenarios así. Además, Alemania lanzó una emisión de deuda a 10 años con rentabilidad negativa, que tampoco sucedía desde 2016.

El tono acomodaticio mostrado por la Fed y el BCE en las últimas tres semanas ha despertado la cautela de los inversores y la compra de bonos soberanos.



“Tabla (puntos básicos) y gráfico (tipos) representando la caída de los bonos en 2019”. Fuente: elaboración propia.

El BCE estaría planeando reducir el tipo negativo de la facilidad de depósito, esto es, el tipo que los bancos tienen que abonar a la institución por tener depositado su dinero y que actualmente supera los 1,2 billones de euros. Entre las alternativas planteadas estaría la de imponer diferentes tramos (actualmente existe el tipo único del -0,4%), algo que, sin duda, ayudaría a los bancos a mejorar su rentabilidad.

En Europa, la idea del BCE de las TLTRO en 2014 consiguió reducir los costes de financiación para las empresas y los hogares y compensar el efecto de las tasas de interés negativas de los depósitos del BCE para los bancos. Los expertos apuntan que las nuevas subastas no serán tan largas ni a unos intereses tan ventajosos (el interés será alto porque los



Análisis de mercado 2019

inversores estiman que ofrecerá pistas sobre la perspectiva de las tasas del BCE). A menos que el impulso de crecimiento se deteriore aún más, las nuevas subastas deberían tener un vencimiento más corto y una tasa variable, dejando la puerta abierta a los aumentos de tasas en los próximos años. La última ronda TLTRO de 2016 elevó la inflación en un 0,3% en dos años. El BCE también podría diferir los pagos de préstamos con vencimiento en 2020. Es importante promover a las grandes entidades ya que el 80% del crédito en España está en manos de los cinco mayores bancos.

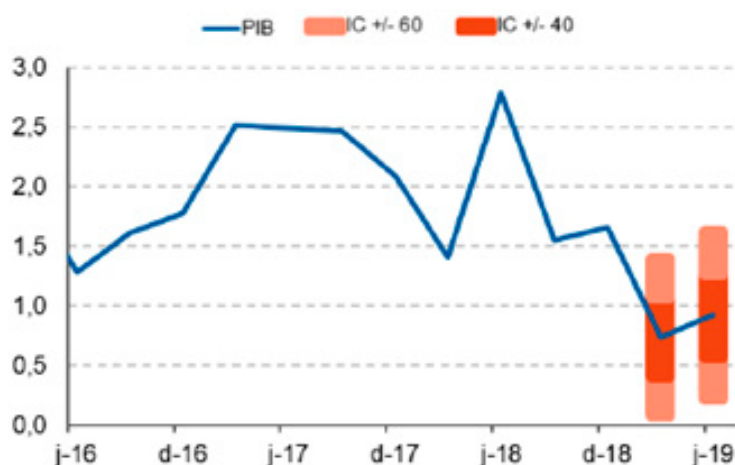
El anuncio del TLTRO (una nueva ronda de liquidez) también era ampliamente esperado, aunque los detalles proporcionados no se esperaban hasta la próxima reunión. Los TLTRO comenzarán en septiembre, y se prolongarán hasta marzo de 2021. Mediante los TLTRO las inyecciones de liquidez destinadas a reactivar el crecimiento se materializarán con vencimiento de dos años. La mayor sorpresa para las expectativas que tenía el mercado fue el cambio de tono, que ahora establece que los tipos de interés se mantendrán en los niveles actuales al menos durante 2019, frente al anterior "al menos durante el verano". Claramente, el Consejo de Gobierno manifiesta que la trayectoria de la economía desde la anterior reunión no ha estado a la altura de las previsiones, por eso pospone los planes de normalización de las políticas hasta después de la terminación del mandato de Draghi.

El miembro del consejo de gobierno del BCE, Olli Rehn, comentó que la demanda interna ayudará a evitar una recesión y que los bonos soberanos con rentabilidades negativas no deberían convertirse en la nueva normalidad.

RENTA VARIABLE

Con el desarrollo tan positivo de las Bolsas globales, España y Alemania parecían subir poco a pesar de acabar el trimestre con un 8% y 9% respectivamente. Italia y Francia destacaron cerrando en 16% y 13% y Estados Unidos creció más de un 13% en conjunto de sus tres principales Bolsas.

Las compañías de high growth cotizan tanto en EE. UU. como en Europa con la mayor prima frente a las compañías de low growth desde el año 2000, si bien las europeas tienen un punto a favor que no es otro que la mayor rentabilidad por dividendo.



"Gráfico de previsión de crecimiento de los desarrollados". Fuente: AFI

EUROPA

Las medidas del BCE están totalmente justificadas por el telón macro de fondo. La visión más bajista del BCE se ha reflejado en las rebajas de sus pronósticos, que han sido mayores de lo esperado. Draghi enfatizó que es probable que la desaceleración del crecimiento persista durante todo el año, principalmente debido a factores como las incertidumbres políticas y la debilidad de la demanda externa. Al mismo tiempo, la baja inflación también requería este ajuste de la política.

El debilitamiento del crecimiento en China, las condiciones globales más estrictas a nivel mundial, la incertidumbre relacionada con el comercio y algunos factores específicos de cada país se combinaron para ejercer de lastre en las economías europeas el año pasado. Los países que se encuentran más estrechamente relacionados con estos factores han estado soportando la mayor parte del ajuste, siendo Alemania un claro ejemplo.

Países como Francia o España no están tan avanzados en la fase del ciclo, por lo tanto, no están sufriendo todavía demasiada desaceleración. Francia tiene un gasto social elevado que tiene que ir reduciendo, el gobierno está presente en muchas empresas, (Renault, Airbus etc.). Sin embargo, en Alemania si están sufriendo mucho, sobre todo con el sector de automoción.

La Comisión Europea advirtió que “el estancamiento o la recesión no estarán tan lejos” si se dan a la vez aspectos como la crisis de deuda, un Brexit duro o un endurecimiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China.

Según la Oficina holandesa de Análisis de Política Económica (CPB), en diciembre las exportaciones mundiales en volumen cayeron un 1% anualizado. El peor comportamiento se registró en el área euro, que acentuó la caída observada en noviembre, y en Asia emergente, cuya tasa interanual pasó de 1,1% a -3,2%. En 2018 el comercio mundial sufrió una abrupta parada en su ritmo de expansión y en la producción industrial sobre todo en el área euro.

También los datos de confianza de los empresarios en la zona euro fueron negativos, despertando despertaron las alertas sobre el mayor riesgo de recesión. Las cifras preliminares de marzo registraron una caída mayor de lo previsto, al retroceder el PMI compuesto de la región hasta el 51,3 desde 51,9 anterior. Este mayor descenso se debió principalmente a la fuerte caída de la confianza de los empresarios de las manufacturas que se situó en 47,6 frente al 49,3 anterior y muy por debajo del 49,5 esperado.

A pesar de que el Índice de Confianza del Consumidor en Europa está bajo, en marzo ha mejorado respecto al mes pasado y se sitúa en niveles previos a diciembre de 2018, mes de la fuerte caída en los activos financieros.

ESTADOS UNIDOS

Estados Unidos anunció que no subirá tipos hasta 2020 lastrando así a la bolsa, sobre todo a la banca. Yellen, la ex-presidenta de la Reserva Federal, declaró en una conferencia de banqueros que no descarta la posibilidad de compra de acciones por parte de la Fed en caso de una futura crisis.

El Libro Beige de la Fed confirmó el freno de actividad económica en el país a consecuencia del cierre parcial del gobierno estadounidense. El déficit comercial de EE. UU. en 2018 se





Análisis de mercado 2019

situó en 621.000 millones, el máximo de los últimos 10 años a pesar de los esfuerzos del presidente Donald Trump por reducirlo. Por otro lado, la cifra de empleos creados en febrero se situó por debajo de lo esperado.

Con respecto a Europa, Trump comentó que aceptaría eliminar los aranceles a ciertos productos, pero no a los autos. Igualmente, ambas partes inician una nueva ronda de negociaciones comerciales.

REINO UNIDO

Theresa May volvía a perder el viernes 29 de marzo por tercera vez consecutiva la votación de su acuerdo, dejando el futuro de Reino Unido sumido en un caos histórico, tras expirar así el plazo otorgado por la Unión Europea para garantizar una salida ordenada el próximo 22 de mayo. Ahora, la nueva fecha que aparece en el horizonte es el 12 de abril, donde tendrán que decidir qué camino quieren coger: o salida sin acuerdo o extensión del plazo, un requisito que obligaría a Reino Unido a participar en las próximas elecciones europeas, algo que la Primera Ministro ya advirtió que no estaría dispuesto a soportar. Tras la votación, el presidente del Consejo Europeo, Donald Tusk, anunció la convocatoria de una cumbre extraordinaria para el próximo 10 de abril.

Un oficial del Gobierno de Francia comentó que los 27 miembros de la UE estarían de acuerdo en una extensión corta del artículo 50 (notificar formalmente al Consejo Europeo la intención de un Estado miembro de retirarse de la UE para permitir que se inicien las negociaciones de retirada) en el caso de que Parlamento británico lo apruebe.

El Gobierno británico rebajó en marzo las previsiones de crecimiento de su economía para 2019, en concreto lo situó en el 1,2% vs 1,6% previsto anteriormente. El Banco de España cuantifica la posibilidad de un Brexit caótico en más de 10.000 millones de euros.

ECONOMÍAS ASIÁTICAS Y EMERGENTES

Algunos medios chinos apuntan a que la reunión entre los mandatarios norteamericano y chino podría retrasarse hasta al menos el mes de junio, para el descontento de los inversores.

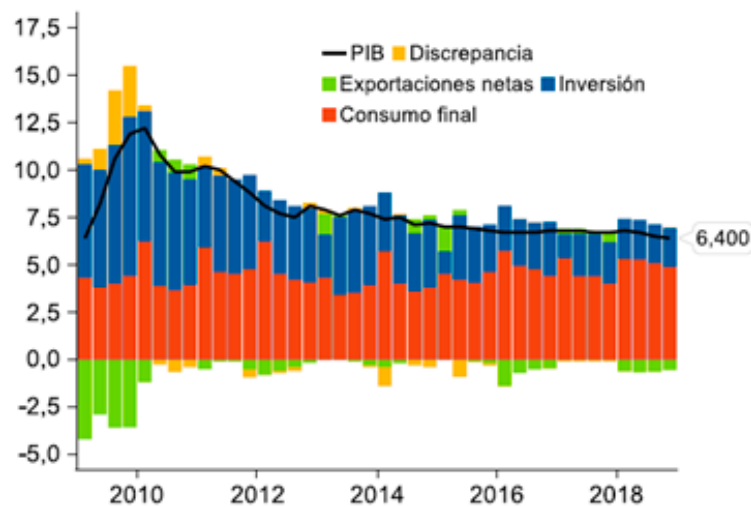
El presidente de China, Xi Jinping, continúa su gira europea para firmar acuerdos comerciales. En la reunión en Francia con el presidente Emmanuel Macron, la Canciller alemana, Angela Merkel y el presidente de la Comisión Europea, Jean Claude Juncker, comenzaron a trabajar en acuerdos bilaterales. Macron exigió a su homólogo chino "respeto" por una Europa unida como bloque comercial y geopolítico. El mandatario francés añadió que "respetamos a China y estamos decididos al diálogo y la cooperación". Por su parte, Xi Jinping dijo que la cooperación es mayor que la competencia entre China y la Unión Europea.

Respecto a Estados Unidos, China abrirá nuevos sectores en la búsqueda del acuerdo comercial. El Gobierno chino anunció que eliminará el veto extranjero en el sector financiero y en otras áreas del sector servicios como la sanidad, la educación o las telecomunicaciones. Pero todavía China no aumentará los límites de participación de empresas extranjeras en compañías listadas.

China ha tomado medidas para combatir la ralentización de su economía a través de recortes de impuestos e incremento del gasto. El Premier Li Keqiang anunció un menor rango objetivo de crecimiento del PIB entre 6-6,5% para 2019. En 2018 crecieron 6,6%, el menor en casi tres décadas.

A su vez, China muestran el peor arranque del año desde 2009 en lo que a producción industrial se refiere y con un repunte notable de la tasa de desempleo.

Sin embargo, las Bolsas asiáticas han cerrado marzo con fuertes subidas gracias al buen dato de PMI manufacturero de China publicado este fin de semana y que viene a confirmar, por fin, la estabilización económica del gigante asiático frente al entorno actual de ralentización global.



“Contribuciones al crecimiento del PIB de China”. Fuente Macrobond

En Japón, la rentabilidad del bono a 10 años se puso en negativo justo el último día de 2018 a -0,012%. Durante el trimestre estuvo entre el positivo y negativo, pero cerró marzo en -0,1% algo que no se veía desde el verano de 2016.

Entre India y Pakistán se produjo una escalada de tensión, la peor desde la guerra de 1971, donde ambos afirmaron, cada uno por su lado, haber derribado aviones enemigos. El conflicto que tiene su origen en la independencia de estos países en 1947 del Raj Británico. La disputa está centrada en la región de Cachemira, que actualmente pertenece en parte a la India, pero los pakistaníes lo reclaman como propio, argumentando que la población es musulmana en su mayoría. Estos dos países se encuentran entre los 10 más poblados del mundo y una guerra sería una catástrofe mundial.

En Turquía, el presidente Erdogan y su Partido Justicia y Desarrollo (AKP) ganarían las municipales a nivel nacional, pero perderían los comicios en Ankara, la capital, y también en otras de las principales ciudades del país. En Estambul, el partido del gobierno habría conservado la alcaldía por una leve mayoría. En las últimas semanas, la presión de los mercados sobre los activos turcos se ha elevado ante la caída de la confianza en las reformas económicas del gobierno de Erdogan.

El Gobierno turco ha dispuesto de un tercio de las reservas del país en moneda extranjera para intentar mantener a flote a la lira turca antes de las elecciones locales que tendrán lugar este fin de semana. En concreto las reservas dispuestas totalizarían unos 10.000 millones de dólares o 29% del total.



Análisis de mercado 2019

VISIÓN DE GESTIÓN PSN

El crecimiento global se ha debilitado por las tensiones comerciales y la debilidad industrial, aunque parece que la mayor caída ya se ha producido y que los datos macro se han estabilizado.

En Estados Unidos el año 2019 comienza con señales de menor fortaleza, tanto en consumo como en inversión. La desaceleración es lógica dado el final de los estímulos fiscales (aportarían 0% en 4T19).

Se cumple un año de las elecciones que dieron el poder a Matteo Salvini, líder de la "Liga", y Luigi Di Maio, del "Movimiento 5 Estrellas" (M5E). Sin llegar a un acuerdo, la frágil economía, la recesión a un paso y un crecimiento inferior al previsto en un país prácticamente paralizado, el Fondo Monetario Internacional y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo pronostican un crecimiento para 2019 de 0,1%.

El rebote de la Bolsa tuvo durante el trimestre subidas generalizadas en europeas alentadas en gran parte por la publicación de mejores datos macro (datos del sector servicios en Alemania e Italia y de ventas minoristas de febrero en la zona euro) y por la apariencia de avances en las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China (el tono en las declaraciones del asesor comercial de la Casa Blanca, Larry Kudlow, apunta a un posible acuerdo a corto plazo). Con la tregua comercial, el mercado ha recuperado básicamente algo más que la pérdida del trimestre el anterior.

Seguiremos con mucho cuidado cómo se desarrollan las amenazas arancelarias de Trump a Europa. Esto es lo que ha provocado que el FMI bajase el crecimiento mundial esperado para 2019 dos décimas hasta el 3,3% (la tasa actual más baja desde 2009). Finalmente subrayar que, de las economías avanzadas, sólo España y Estados Unidos se salvan con crecimientos esperados por encima del 2%.

PSN ANÁLISIS

Jaime Martínez Sicilia: jaimemartinez@grupopsn.es

Ángel García Díez: angelgarcia@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.