

VISIÓN DE MERCADO

Abril 2019

Los mercados han corrido mucho

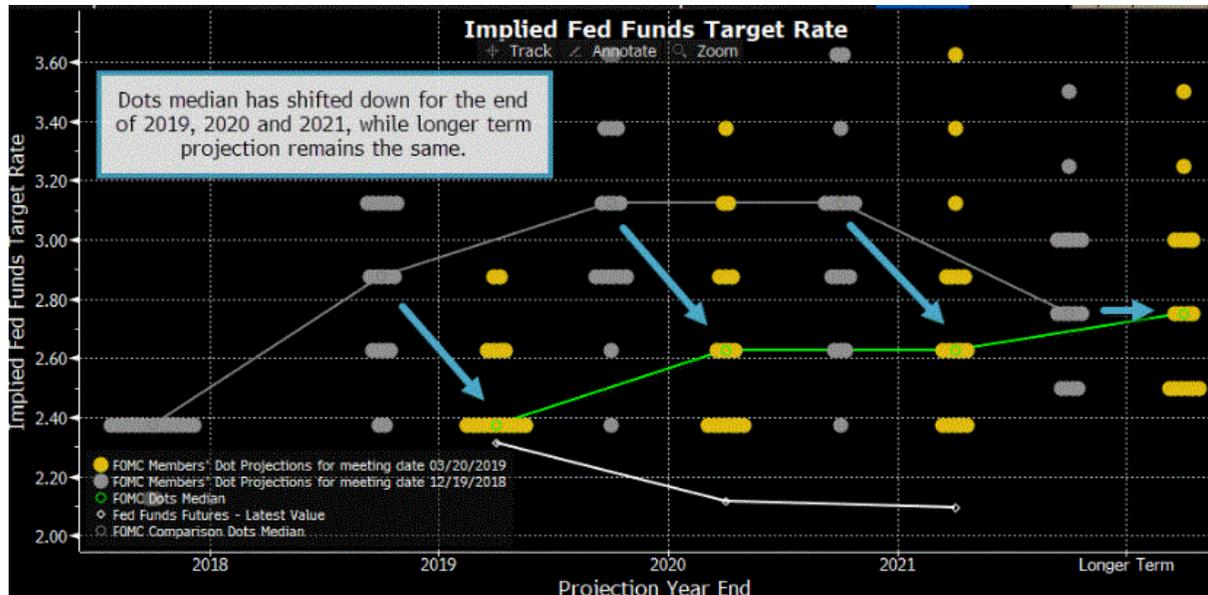
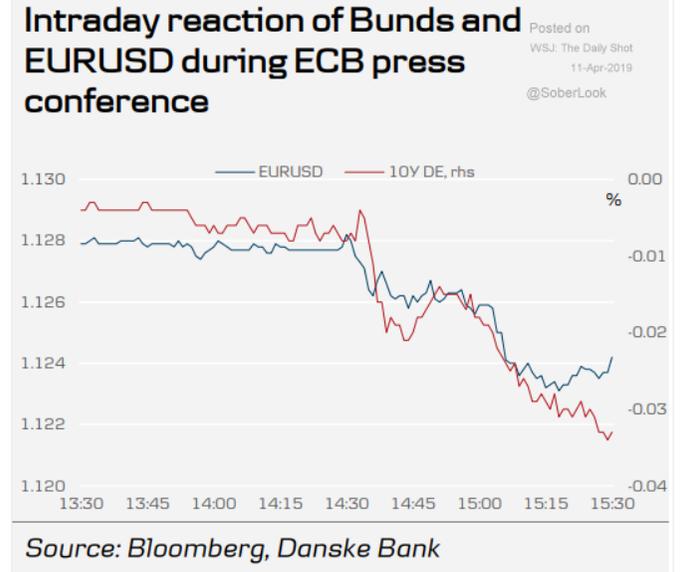
| | 22/04/2019 | 2018 | RENTABILIDAD | | | | 2019 | Desde Mínimos | Desde |
|-----------------------|------------|--------|--------------|---------|-------|-------|--------------|---------------|--------------|
| | | | enero | febrero | marzo | abril | | 2018 | Máximos 2018 |
| IBEX | 9.581,9 | -15,0% | 6,1% | 2,4% | -0,4% | 3,7% | 12,2% | 14,6% | -9,7% |
| EUROSTOXX | 3.499,2 | -14,3% | 5,3% | 4,4% | 1,6% | 4,4% | 16,6% | 19,1% | -4,7% |
| DAX | 12.222,4 | -18,3% | 5,8% | 3,1% | 0,1% | 6,0% | 15,8% | 17,7% | -9,9% |
| S&P500 | 2.583,0 | -1,6% | 7,9% | 3,6% | 3,3% | 2,3% | 18,0% | 25,4% | -0,1% |
| RUSSELL 2000 | 1.385,7 | -7,8% | 11,2% | 5,7% | -0,9% | 1,0% | 17,7% | 24,8% | -7,7% |
| MSCI WORLD | 1.920,0 | -6,0% | 7,7% | 3,4% | 2,5% | 2,2% | 16,7% | 22,0% | -0,2% |
| MSCI EMERGING MARKETS | 967,3 | -12,5% | 8,7% | 0,7% | 2,1% | 2,6% | 14,7% | 17,8% | -5,6% |

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 22/04/2019. Rentabilidad en euros.

En un entorno de bancos centrales claramente acomodaticio

BCE 10-abril: Mantiene sin cambios política monetaria (repo 0%, depo -0,4%) y reitera expectativa 1ª subida tipos fin 2019 aunque mercado ya la ha retrasado a mediados 2020. Recordamos que en la reunión del 7-marzo retrasó subida de tipos y anunció 3er TLTRO (objetivo Italia) en contexto de rebaja previsiones PIB.

No ofrece detalles sobre 3ª ronda de TLTROs (a qué está condicionada la inyección de liquidez, a qué tipo se realizará...) **ni sobre el escalonamiento al alza del tipo de depósito.** Posibles **detalles en junio, con actualización de previsiones de crecimiento e inflación.**



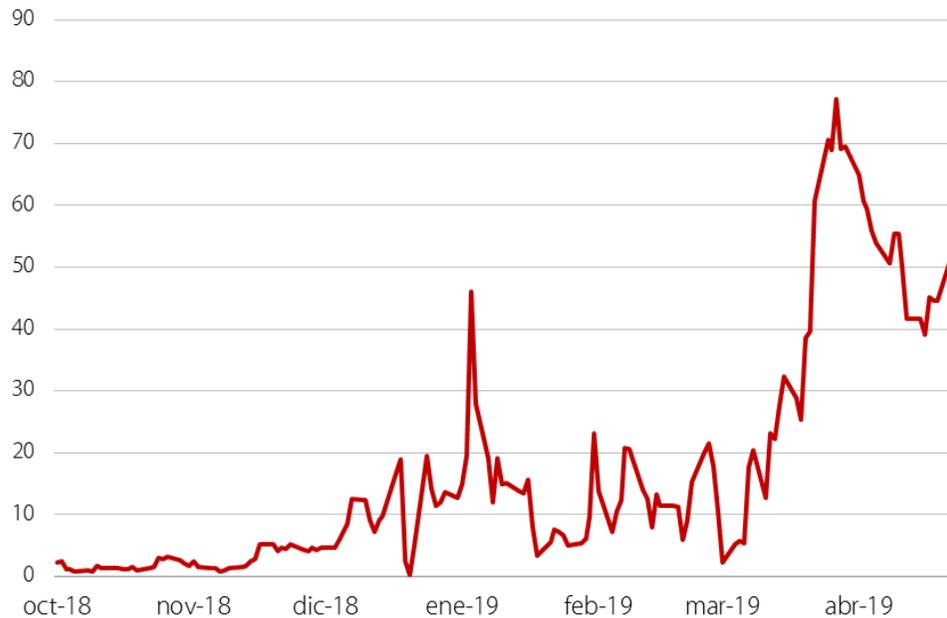
Fuente: Bloomberg

La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco, S.A. (902 15 30 20), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

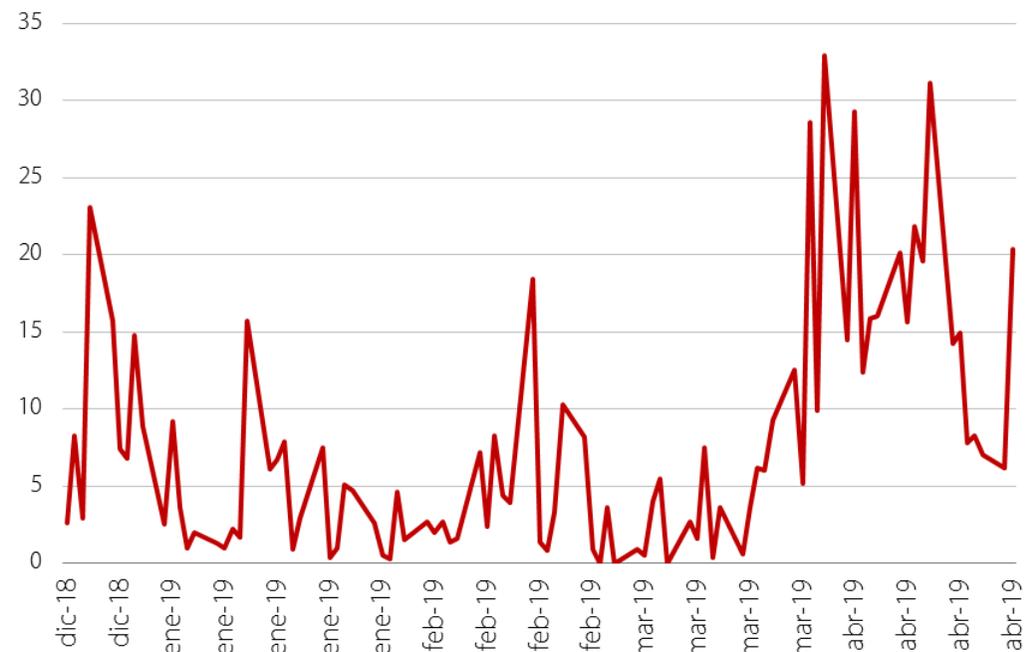
FED 20-marzo: confirma su giro hacia una política monetaria más acomodaticia. De 3 subidas esperadas a 1. Mercado más *dovish* aún, descuenta bajada. Balance dejará de reducirse en septiembre. Ahora de 50.000 a 35.000 mln USD/mes.

El mercado descuenta bajadas de tipos para fin de año, tanto en EEUU (probabilidad 50%) como en la Eurozona aunque en menor medida (probabilidad 20%).

Fed funds probabilidad de baja de tipos (reunión dic 2019)



BCE funds probabilidad de baja de tipos (reunión dic 2019)

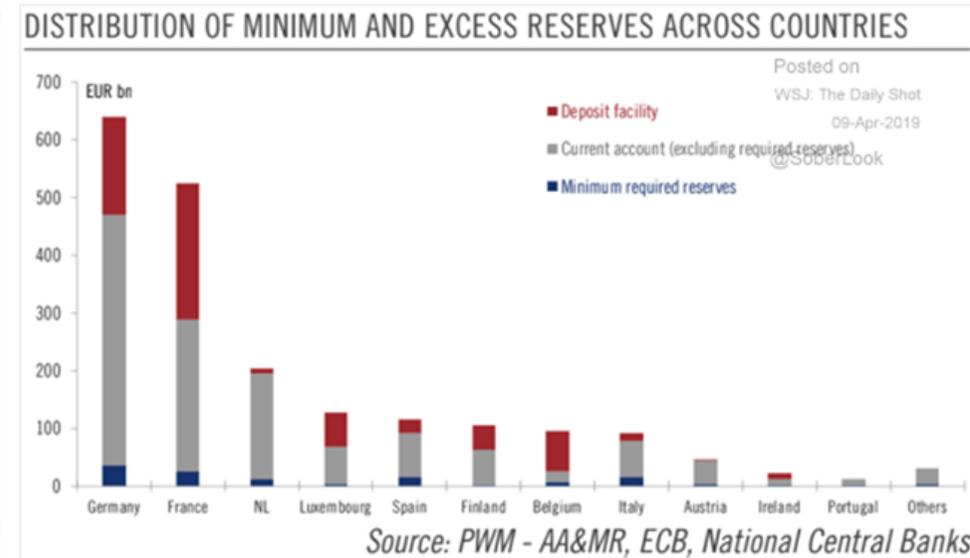
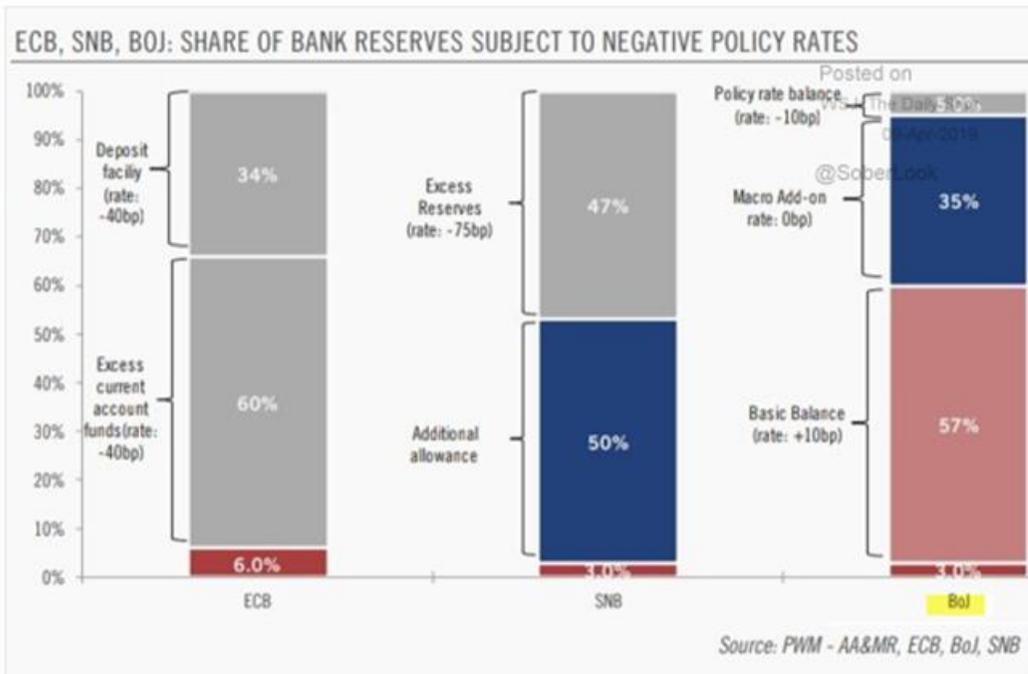


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Sin mucha claridad en torno al escalonamiento del tipo de depo

Disensiones en el seno del BCE respecto al escalonamiento del tipo de depósito. **No esperamos novedades a corto plazo.**

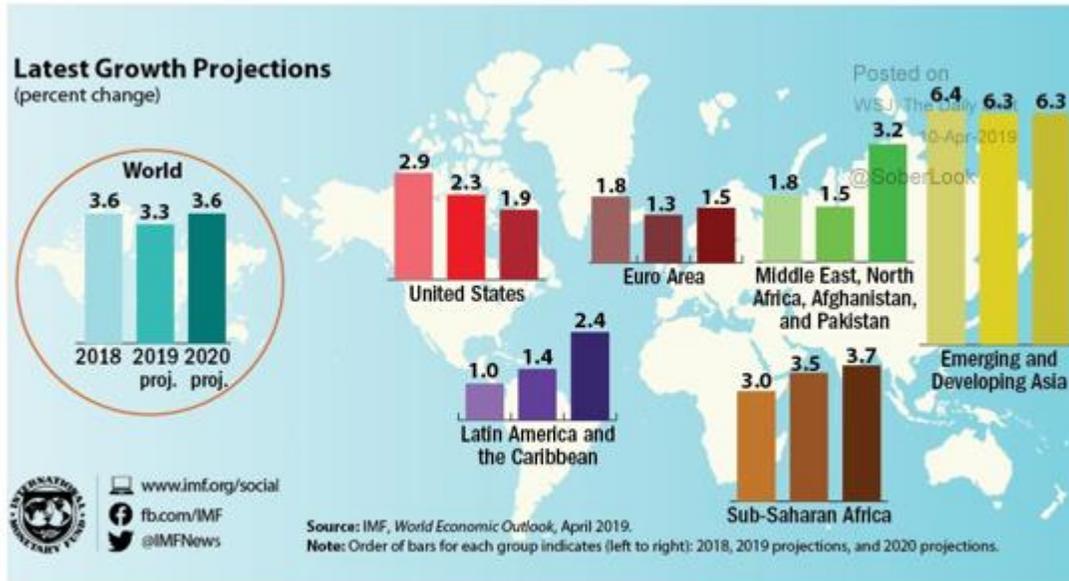
¿Quién se beneficiaría más? Alemania y Francia



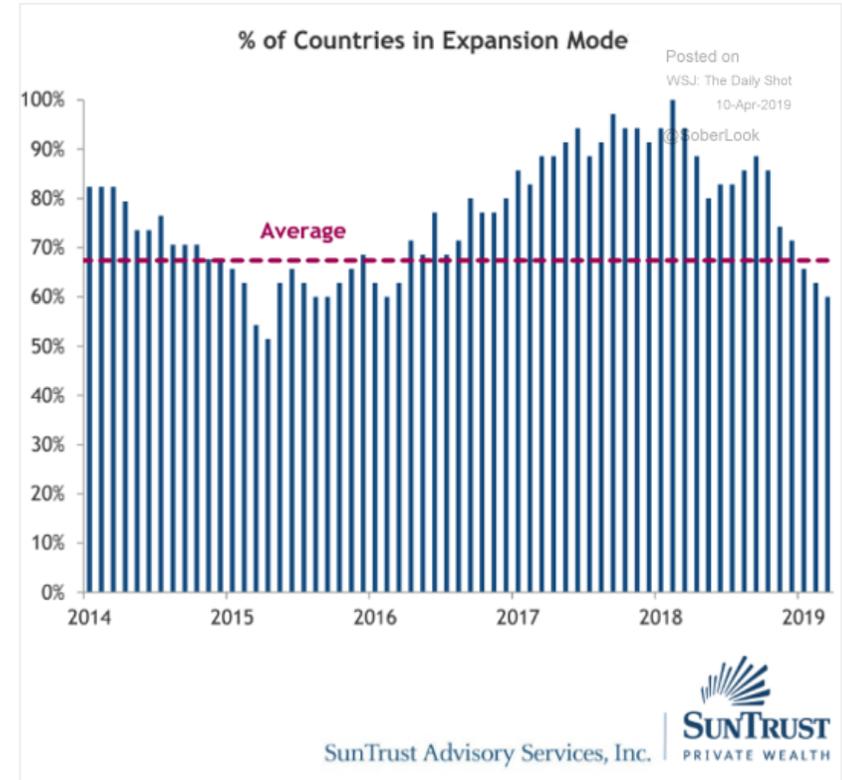
- **Datos macro (y, por derivada, reacción de bancos centrales):**
 - **EEUU** mantiene un crecimiento relativamente sólido.
 - **China** empieza a notar el efecto de los estímulos monetarios y fiscales.
 - **Europa**, la principal duda... es necesario identificar y confirmar suelo en la desaceleración.
- **Negociaciones comerciales** (elevada correlación con expectativas del ciclo económico):
 - **EEUU-China:** reunión Trump–Xi Jinping (¿mayo-junio?).
 - **EEUU-Unión Europea:** amenaza de EEUU de imponer tarifas por 11.000 mln USD a productos europeos. Inicio de negociaciones.
 - **EEUU-Japón.** Inicio de negociaciones.
- **Riesgos políticos:**
 - **Brexit** (prórroga hasta 31-octubre).
 - **Italia:** revisa al alza previsiones de déficit por rebaja de crecimiento esperado, pero apoyo BCE (TLTRO III).
 - **Elecciones España (28-A) y Europeas (26-M).**
- **Resultados empresariales 1T19:** comienza la temporada, servirá para **confirmar si las valoraciones son atractivas o están ajustadas, atención a guías.**

**Elevado nivel de complacencia sin confirmación aún de suelo en
desaceleración económica.**

**Recomendamos tomar beneficios y/o adoptar un perfil más defensivo en
las carteras a la espera de mejores niveles de entrada.**



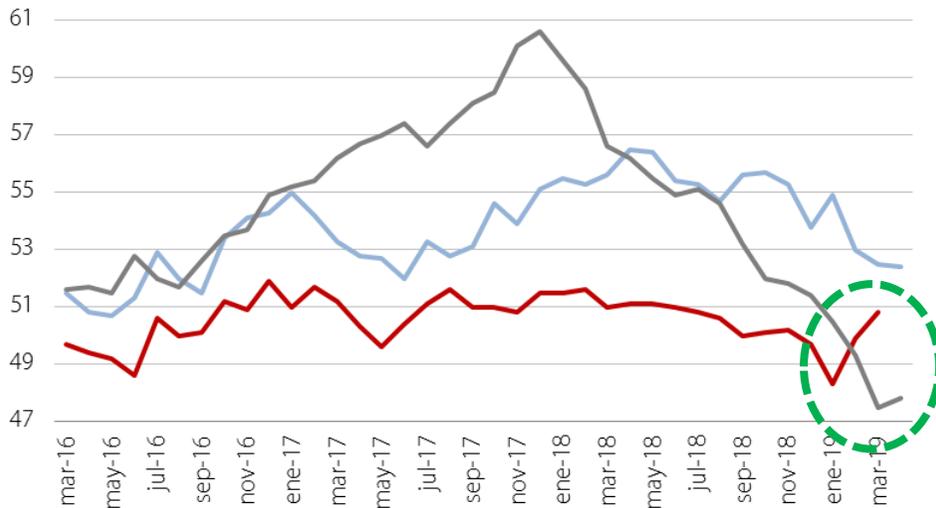
Source: @IMFNews; [Read full article](#)



...pero se espera aceleración en 2S 19

PMI Manufacturero

— EEUU — China — Eurozona

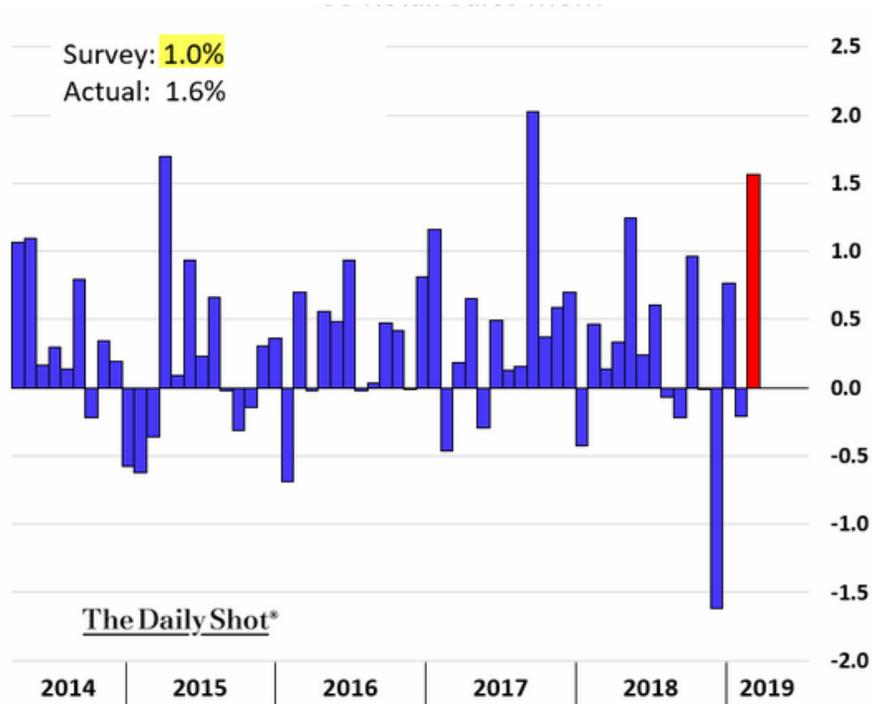


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

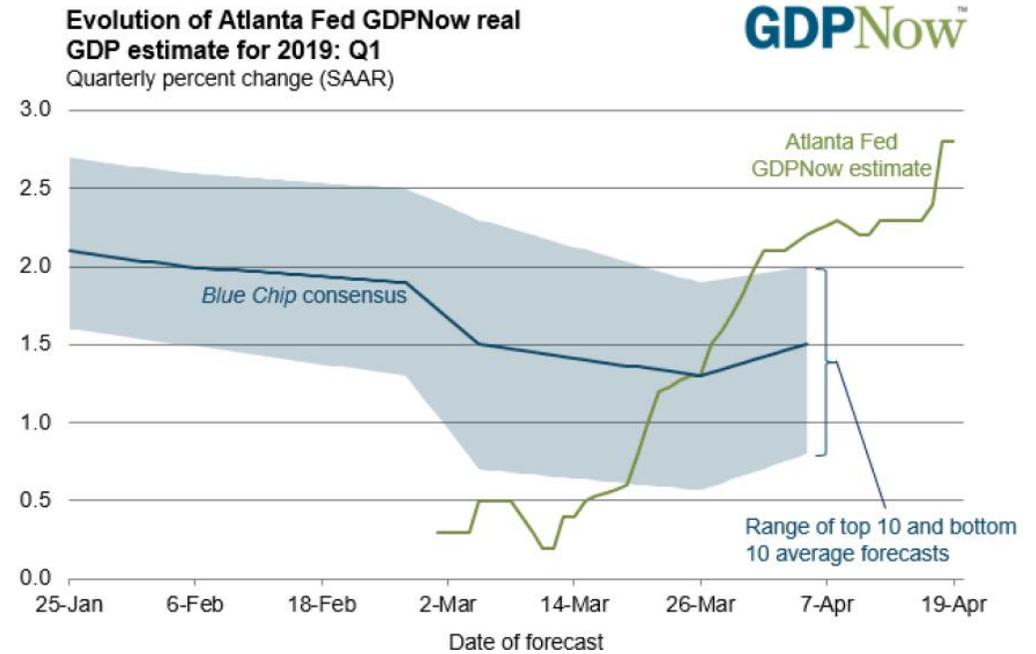
Exhibit 21: How do you think the global real economy will develop over the next 12 months?



Ventas minoristas EEUU (% var i.a.)



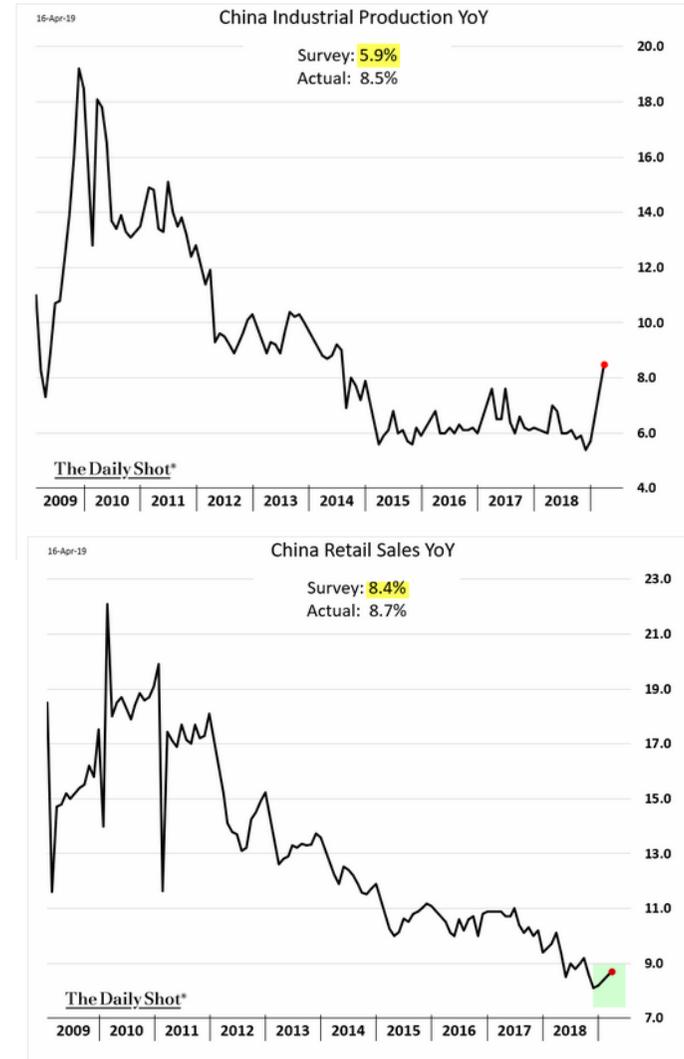
PIB EEUU 1T19e > 2%



...y China está recogiendo los estímulos...



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



| % anual | 2018 | FMI (ENE 19) | | FMI (ABR 19) | | var Abr 19 - Ene 19 | |
|-----------------|------|--------------|------|--------------|------|---------------------|------|
| | | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| Mundo | 3,6 | 3,5 | 3,6 | 3,3 | 3,6 | -0,2 | 0,0 |
| Desarrolladas | 2,2 | 2,0 | 1,7 | 1,8 | 1,7 | -0,2 | 0,0 |
| EEUU | 2,9 | 2,5 | 1,8 | 2,3 | 1,9 | -0,2 | 0,1 |
| Área Euro | 1,8 | 1,6 | 1,7 | 1,3 | 1,5 | -0,3 | -0,2 |
| <i>Alemania</i> | 1,5 | 1,3 | 1,6 | 0,8 | 1,4 | -0,5 | -0,2 |
| <i>Francia</i> | 1,5 | 1,3 | 1,6 | 1,3 | 1,4 | 0,0 | -0,2 |
| <i>Italia</i> | 0,9 | 0,6 | 0,9 | 0,1 | 0,9 | -0,5 | 0,0 |
| <i>España</i> | 2,5 | 2,2 | 1,9 | 2,1 | 1,9 | -0,1 | 0,0 |
| Japón | 0,8 | 1,1 | 0,5 | 1,0 | 0,5 | -0,1 | 0,0 |
| Reino Unido | 1,4 | 1,5 | 1,6 | 1,2 | 1,4 | -0,3 | -0,2 |
| Emergentes | 4,5 | 4,5 | 4,9 | 4,8 | 4,9 | 0,3 | 0,0 |
| Brasil | 1,1 | 2,5 | 2,2 | 2,1 | 2,5 | -0,4 | 0,3 |
| México | 2,0 | 2,1 | 2,2 | 1,6 | 1,9 | -0,5 | -0,3 |
| Rusia | 2,3 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 1,7 | 0,0 | 0,0 |
| India | 7,1 | 7,5 | 7,7 | 7,3 | 7,5 | -0,2 | -0,2 |
| China | 6,,8 | 6,2 | 6,2 | 6,3 | 6,1 | 0,1 | -0,1 |

FMI vuelve a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento 2019, pero en línea con consenso de mercado y **sobre todo por Eurozona.**

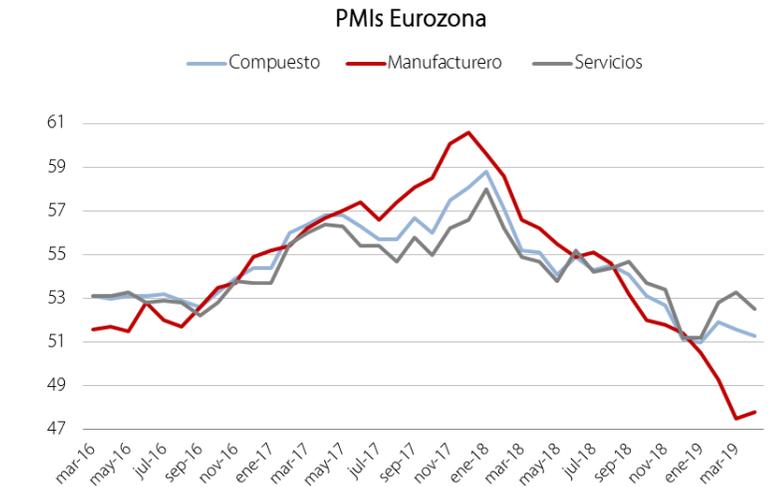
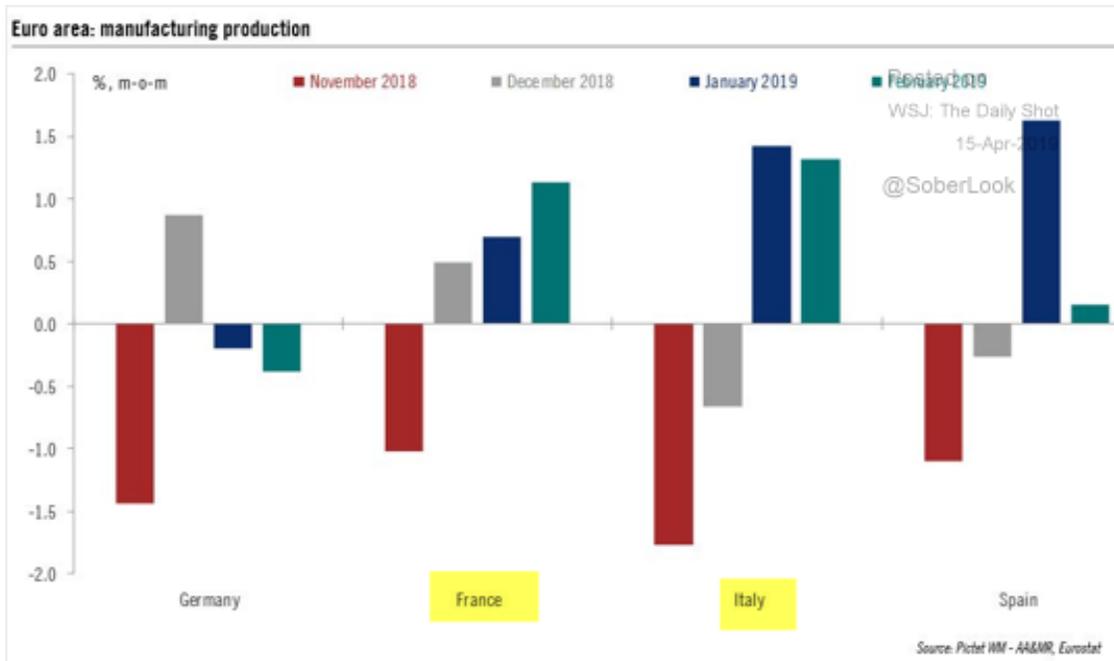
Esperan aceleración en 2S19, recogiendo;

1) mejores condiciones financieras (bancos centrales más "dovish")

2) reducción de riesgos (tensiones comerciales EEUU-China, Brexit...-).

Fuente: FMI y elaboración propia.

¿Ha tocado fondo la caída de la producción industrial en la Eurozona?



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Negociaciones comerciales: EEUU- UE, nuevo frente abierto

Avances en negociaciones comerciales EEUU-China, pero se abre un **nuevo frente comercial: Trump amenaza con aranceles** (11.000 mln USD) **sobre productos europeos**, como represalia a las subvenciones recibidas por Airbus de la UE.

EEUU esperará hasta verano al veredicto final de la OMC sobre las numerosas denuncias cruzadas entre ambas geografías (subvenciones de EEUU a Boeing).

Se espera un acuerdo antes de noviembre de 2019, solo afectaría a los productos industriales, excluyendo los agrícolas (la UE no quiere incluirlos porque el sector agrícola europeo recibe numerosas subvenciones) y que **pasa por que no se graven ni aceros ni coches** (que se eliminen aranceles ya impuestos por Estados Unidos a Europa, del 25% al acero y del 10% al aluminio y que no se cumplan las amenazas de imposición de aranceles a coches europeos).

Relevancia en la UE de las exportaciones sobre los que Trump quiere imponer nuevos aranceles

| | EXPORTS | | | BALANZA |
|----------------------|---|-------------------------------------|--|----------------------------|
| | Categoría s/ total exports a EEUU | Categoría s/ total exports UE | Exports a EEUU de cada categoría s/ total exports UE | Categoría s/ total EEUU |
| Quesos | 0,22% | 0,21% | 0,04% | 873.215.793 € |
| Vinos | 0,94% | 0,60% | 0,19% | 3.377.664.479 € |
| Motocicletas | 0,12% | 0,07% | 0,03% | 398.686.228 € |
| Helicópteros | 0,06% | 0,14% | 0,01% | - 11.372.603 € |
| Trajes de ski | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 1.361.750 € |
| | 1,34% | 1,02% | 0,28% | 4.639.555.647 € |

Fuente: Afi, FMI

Los **principales países afectados serían Francia e Italia**, con superávits bilaterales de 1.800 mln eur en estos bienes con EEUU.

Consejo Europeo aprobó una prórroga de 6 meses hasta el 31 de octubre de 2019, aunque con revisión en el Consejo Europeo del 3 de junio.

Prórroga condicionada a que Reino Unido participe en las elecciones del 23 de mayo. Si no participa en las mismas, Reino Unido tendría que salir de la UE el 1 de junio. **May confía en que Reino Unido pueda aún salir antes del 22 de mayo para evitar participar en las elecciones europeas, aunque esto precisaría que su acuerdo fuese aprobado (4ª votación).**

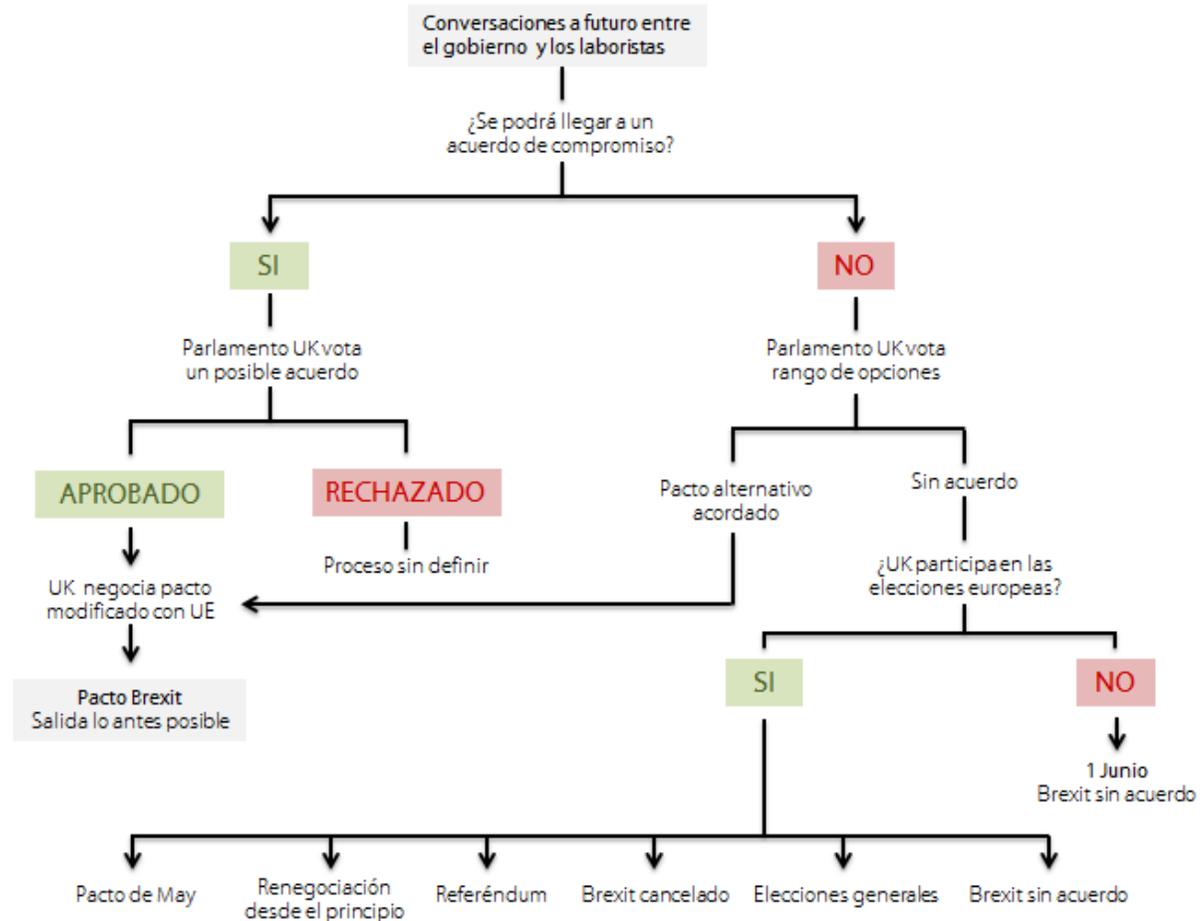
Esta extensión de 6 meses permite alejar los escenarios más negativos (Brexit sin acuerdo o Hard Brexit).

Brexit: UK and EU agree delay to 31 October



The UK and the EU have agreed a "flexible extension" of Brexit until 31 October.

Brexit próximos pasos



Fuente: BBC y elaboración propia

Gobierno italiano revisa a la baja la previsión de crecimiento 2019 de +1% a +0,1%, en línea con los distintos organismos internacionales, y consiguientemente al alza la previsión de déficit sobre PIB del 2% al 2,4%, incumpliendo lo pactado con la UE en sus PGE 2019.

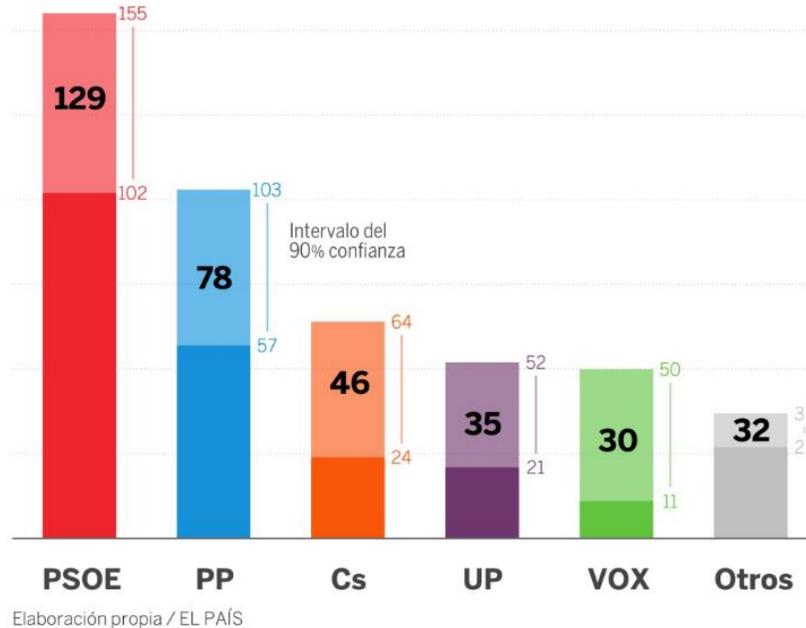
Sin embargo, **compromiso de Italia de recortar 2.000 mln eur en gastos para asegurar una reducción simbólica en el déficit estructural (-0,1pp sobre PIB) evita una confrontación dura e inmediata con UE.**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Anestesia del BCE está limitando la razonable presión al alza en la TIR 10 años italiana, que no descartamos que resurja en algún momento.

Predicción de escaños

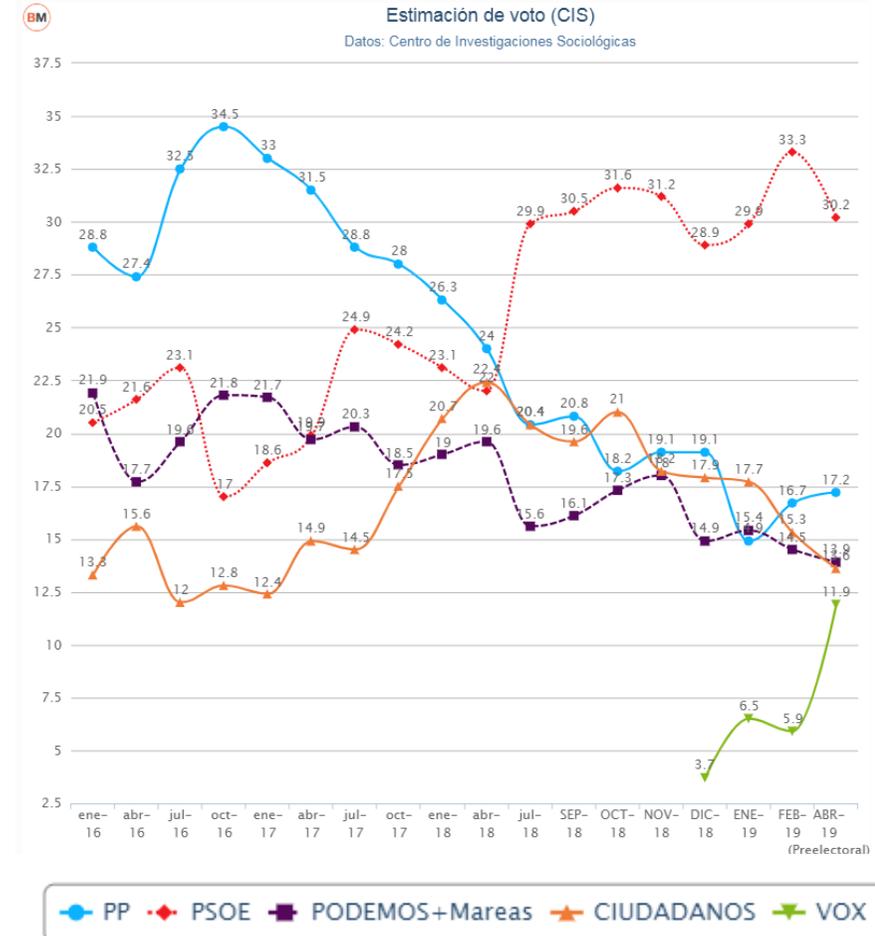


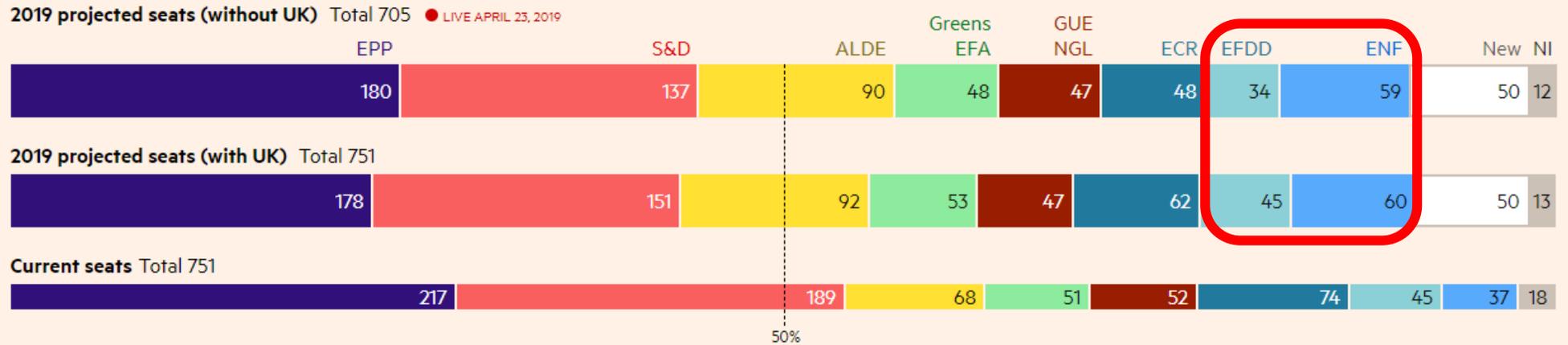
KIKO LLANERAS

Elevado porcentaje de indecisos > 30%

Alta fragmentación dificulta formación de gobierno estable

El mercado necesita un gobierno estable y comprometido con Europa





ENF

Europe of Nations and Freedom

A far-right and strongly Eurosceptic group, the ENF's major parties are Italy's League and France's Rassemblement National (RN), previously known as the Front National, which are on course to win their respective elections. It also includes the Dutch and Austrian Freedom parties.

EFDD

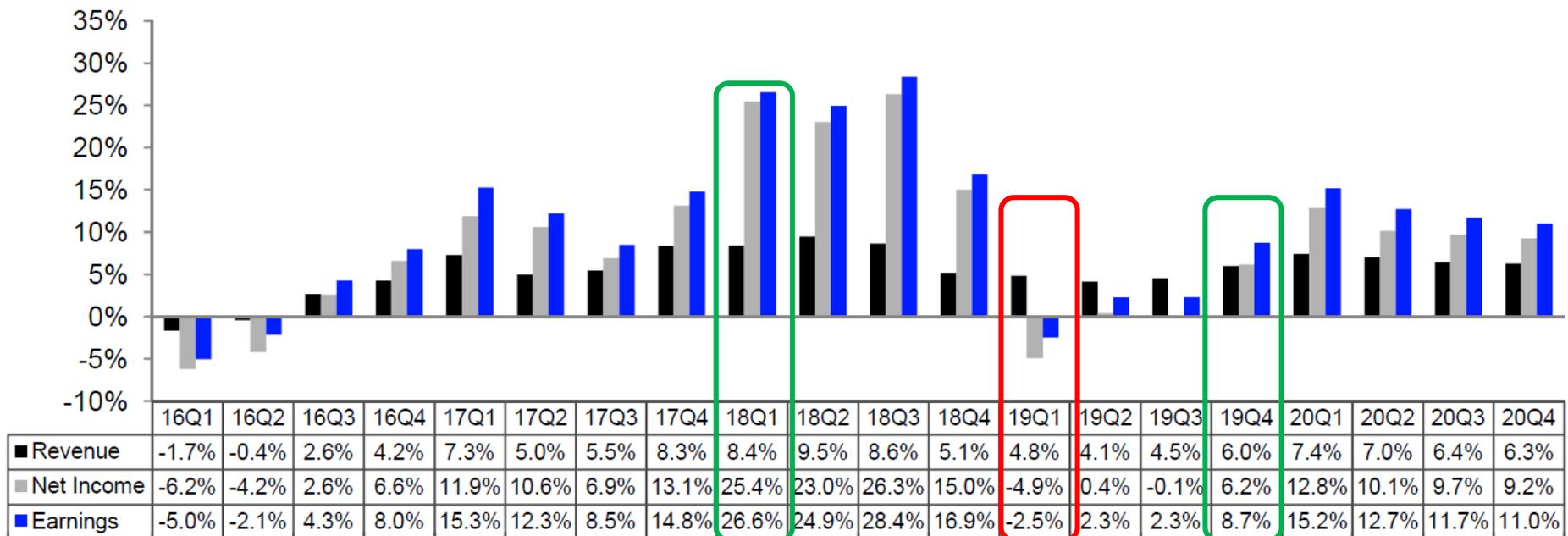
Europe of Freedom and Direct Democracy

EFDD is an eclectic Eurosceptic group that includes the far-right Alternative for Germany and Italy's populist Five Star Movement. It will lose its Ukip contingent with Brexit, so Five Star will probably be its key party after the UK exits.

BCE apenas dispone ya de herramientas de estímulo en caso de nuevas crisis, por lo que la política fiscal europea cobra especial relevancia.

Partidos populistas han aumentado su popularidad y/o presencia en algunos países europeos, lo que podría generar dudas sobre avances en la integración europea, especialmente la integración fiscal.

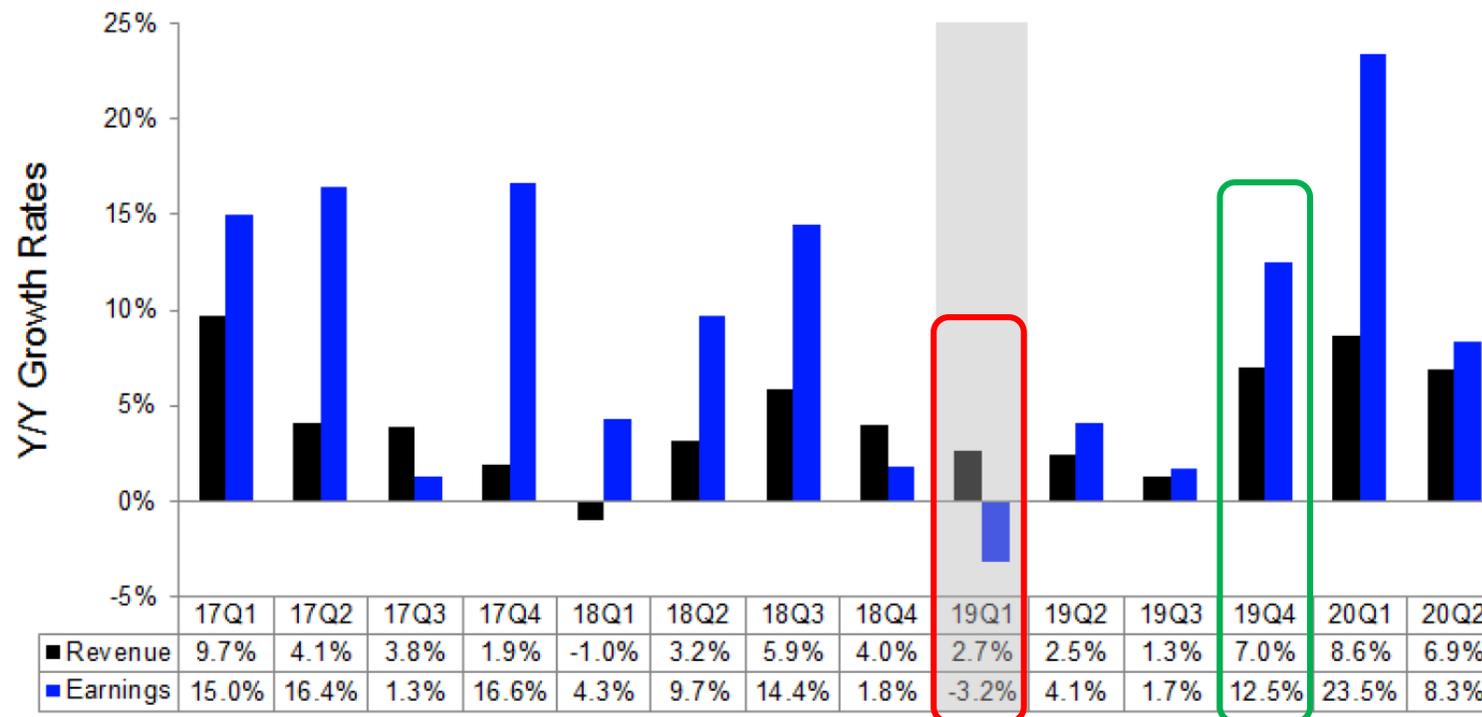
Crecimiento interanual de resultados S&P 500



Source: I/B/E/S data from Refinitiv

Shutdown, ola de frío, tensiones comerciales, base comparativa (1T18 impulsado por reforma fiscal)

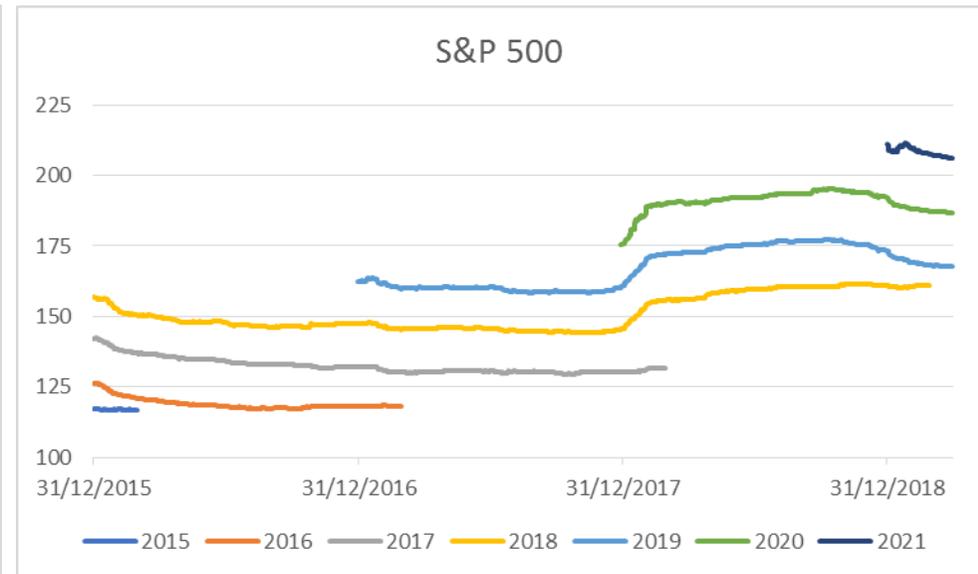
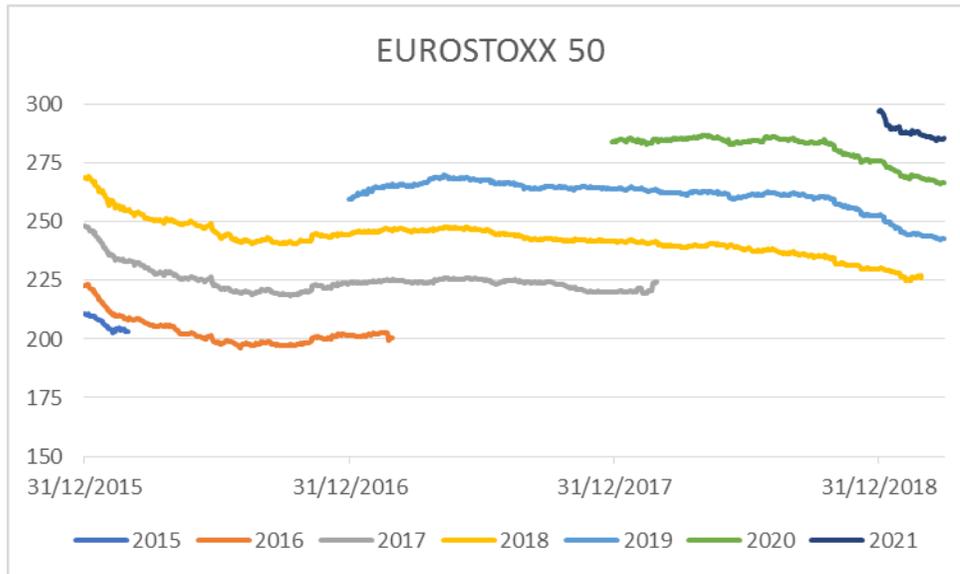
Más fácil base de comparación y ausencia de factores extraordinarios



Source: I/B/E/S data from Refinitiv

...en un año que irá de menos a más y ya reflejado en revisiones a la baja de BPAs

Estimaciones de crecimiento de beneficios por acción



Fuente: Factset y elaboración propia

Eurostoxx Crecimiento BP Ae

| | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------|------|------|------|
| dic-18 | 12% | 9% | 8% |
| mar-19 | 7% | 10% | 7% |

S&P500. Crecimiento BP Ae

| | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------|------|------|------|
| dic-18 | 8% | 11% | 10% |
| mar-19 | 4% | 12% | 10% |

Valoraciones atractivas en términos históricos asumiendo consenso BPAs...

Valoraciones razonables respecto a su mediana histórica (30 años)

| | PER e | Mediana* | Recorrido a mediana |
|-----------------------|-------|----------|---------------------|
| S&P 500 | 15,7x | 18,6x | 18% |
| Eurostoxx 50 | 12,7x | 15,9x | 25% |
| CAC 40 | 13,2x | 17,3x | 31% |
| DAX Xetra | 12,2x | 16,0x | 32% |
| Ibex 35 | 11,4x | 13,8x | 21% |
| MIB 30 | 10,1x | 14,1x | 40% |
| Nikkei 225 | 14,6x | 21,9x | 50% |
| MEXBOL | 12,7x | 15,5x | 22% |
| Bovespa | 10,4x | 16,6x | 60% |
| Chile SM Selectivo | 13,8x | 19,5x | 41% |
| Hang Seng (Hong Kong) | 10,7x | 13,1x | 22% |

* período contemplado: 30 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...e incluso aunque los BPAs no crezcan,
las valoraciones en Europea tienen cierto recorrido

SIN CREC BPA & MEDIANA MÚLTIPLOS 30 AÑOS

IBEX

| Múltiplo | Mediana 30 años | Magnitud | Incr. 2019/18 | 2019e (ptos Ibex) | Objetivo IBEX 2019 |
|----------|-----------------|----------|---------------|-------------------|--------------------|
| PER | 13,79 | BPA | 0% | 689 | 9.504 |
| | | | | actual | 9.512 |
| | | | | POTENCIAL | 10% |

EUROSTOXX

| Múltiplo | Mediana 30 años | Magnitud | Incr. 2019/18 | 2019e (ptos Eurostoxx) | Objetivo EUROSTOXX 2019 |
|----------|-----------------|----------|---------------|------------------------|-------------------------|
| PER | 15,88 | BPA | 0% | 226 | 3.593 |
| | | | | actual | 3.490 |
| | | | | POTENCIAL | 6% |

STOXX 600

| Múltiplo | Mediana 30 años | Magnitud | Incr. 2019/18 | 2019e (ptos Eurostoxx) | Objetivo Stoxx600 2019 |
|----------|-----------------|----------|---------------|------------------------|------------------------|
| PER | 19,13 | BPA | 0% | 25 | 472 |
| | | | | actual | 390 |
| | | | | POTENCIAL | 11% |

S&P

| Múltiplo | Mediana 30 años | Magnitud | Incr. 2019/18 | 2019e (ptos S&P) | Objetivo S&P500 2019 |
|----------|-----------------|----------|---------------|------------------|----------------------|
| PER | 18,62 | BPA | 0% | 161 | 2.991 |
| | | | | actual | 2.913 |
| | | | | POTENCIAL | -3% |

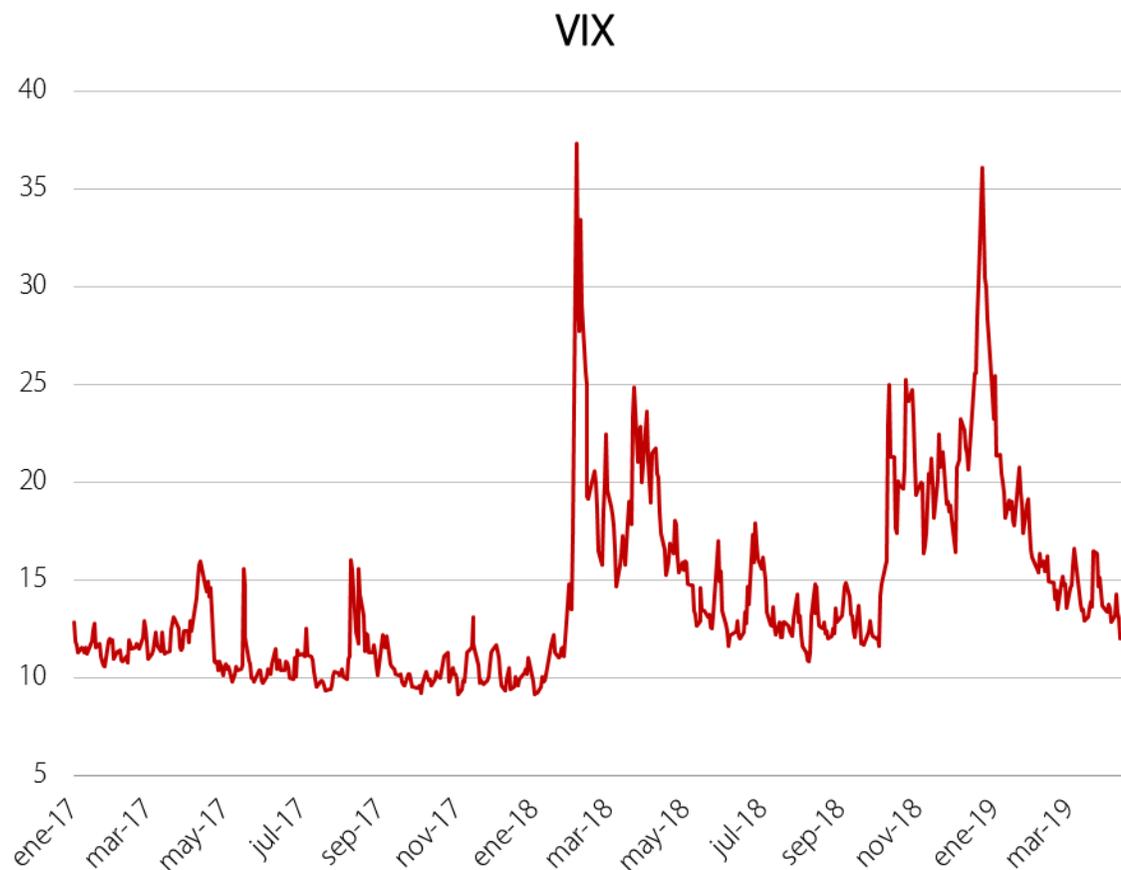
Fuente: Factset, Bloomberg y elaboración propia

Pero bolsas han corrido mucho en poco tiempo, habrá oportunidades



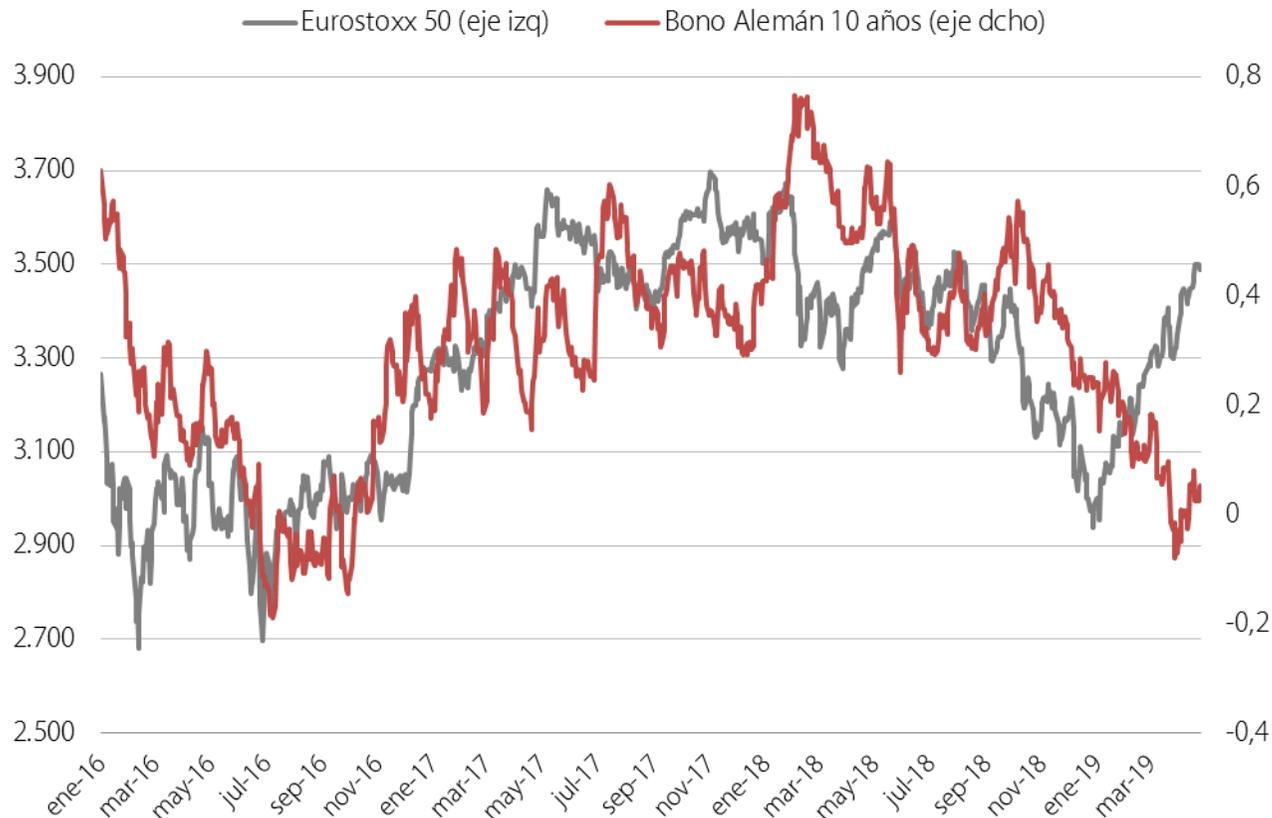
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

¿Exceso de complacencia en mercado?



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

¿Quién se equivoca?



¿A corto plazo se equivocan las bolsas?

Sería razonable cierta toma de beneficios.

¿A medio plazo se equivocan los bonos?

Si se produce un suelo en la desaceleración económica, sí deberíamos ver repunte en TIRes y subidas en bolsas.

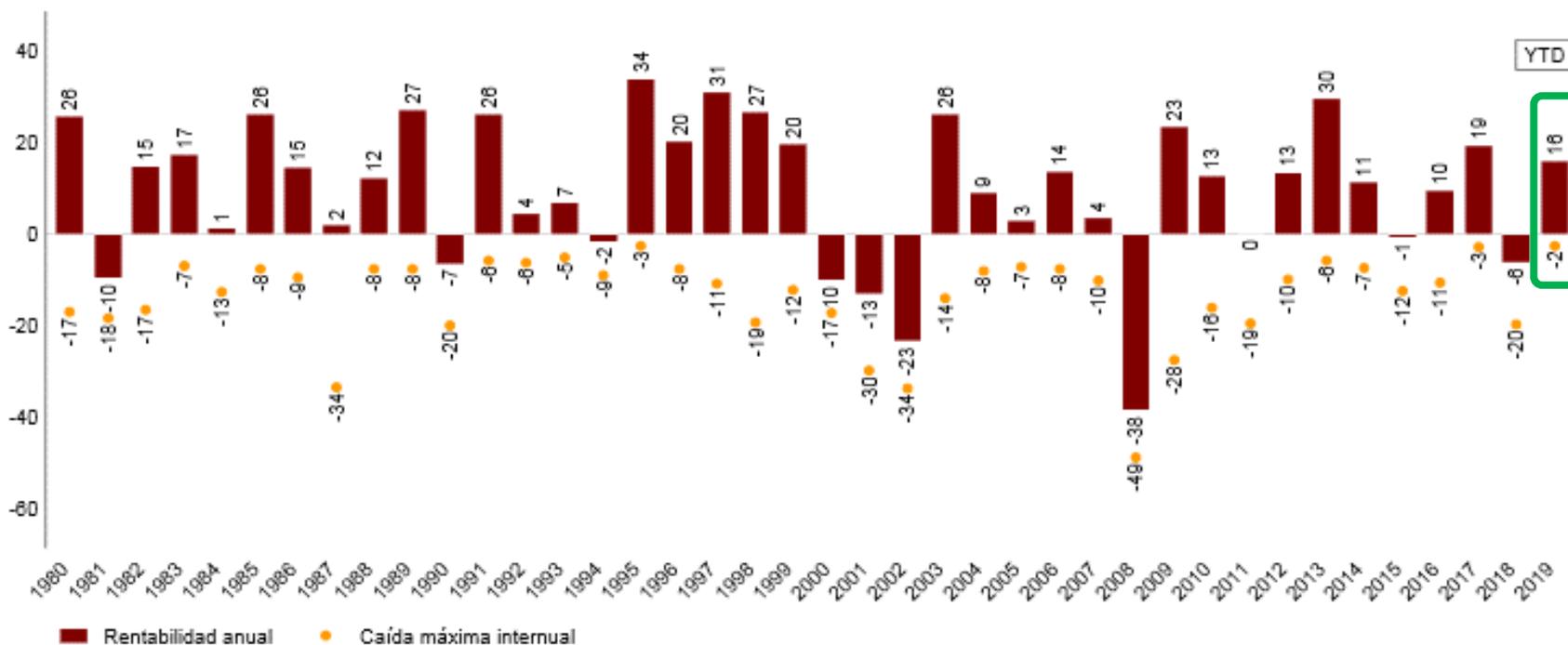
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Aprovechar los movimientos del mercado: S&P 500 renta4banco

| S&P | | |
|-------------------------------------|------|-----|
| número de año en positivo | 30 | 75% |
| total años | 40 | |
| mediana caída intra-anual | -10% | |
| mediana de rentabilidad año natural | 13% | |

Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

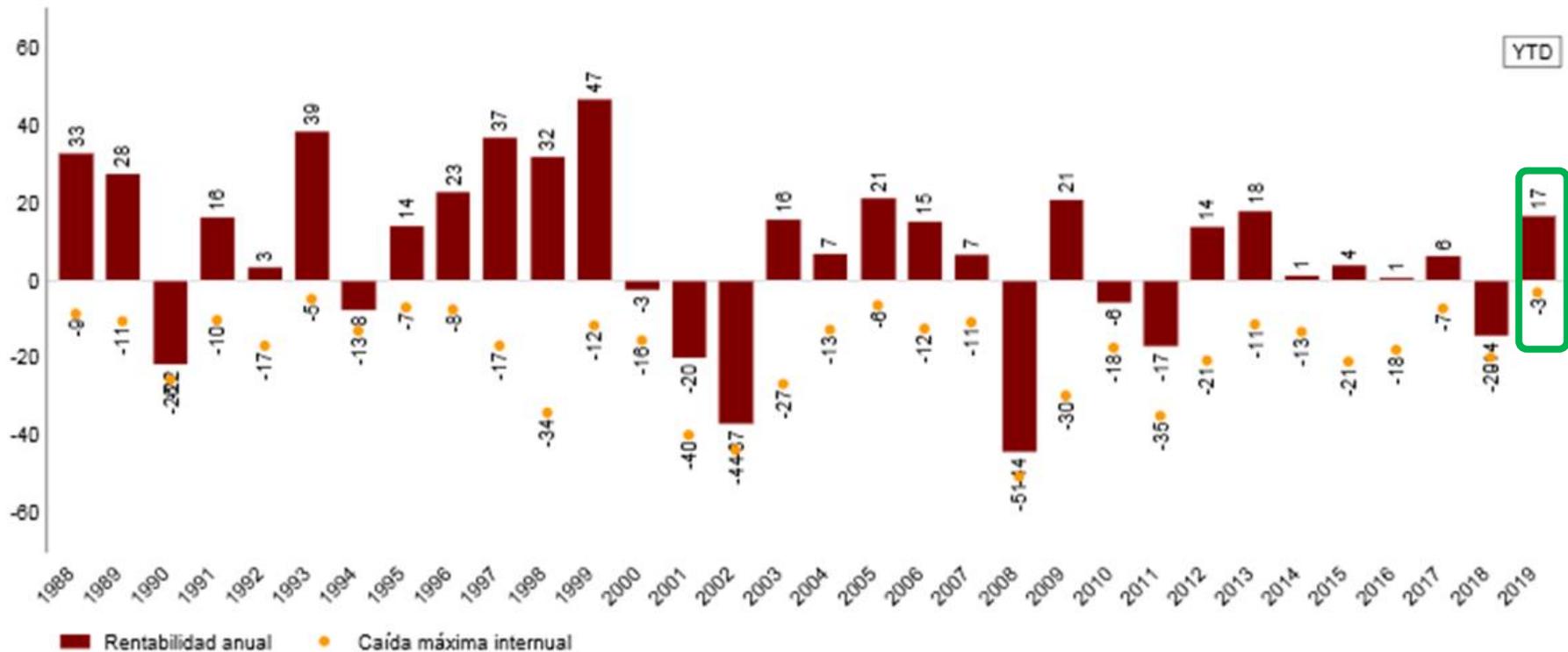
S&P 500



Fuente: Thomson Reuters Datastream

| EUROSTOXX50 | | |
|-------------------------------------|------|-----|
| número de año en positivo | 23 | 72% |
| total años | 32 | |
| mediana caída intra-anual | -14% | |
| mediana de rentabilidad año natural | 10% | |

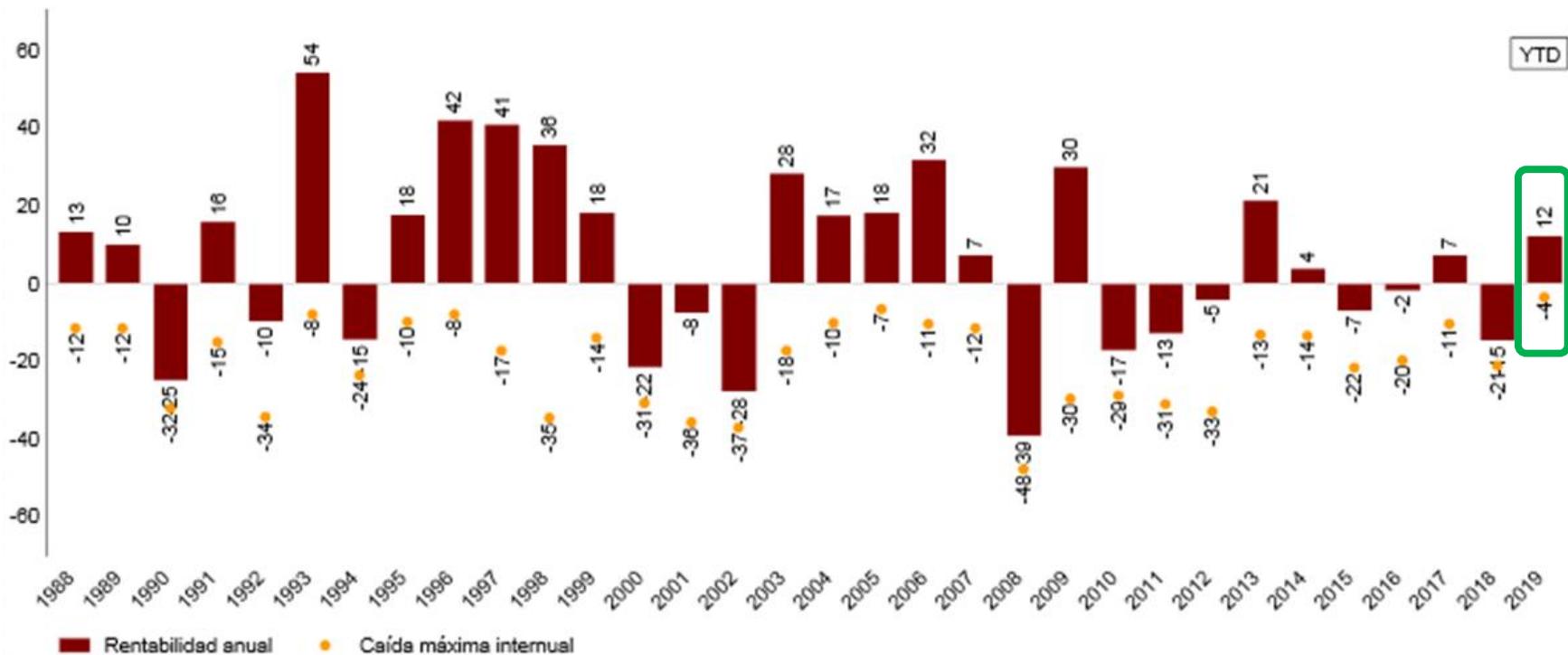
Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)
Euro Stoxx 50



Fuente: Thomson Reuters Datastream

| IBEX | | |
|-------------------------------------|------|-----|
| número de año en positivo | 19 | 59% |
| total años | 32 | |
| mediana caída intra-anual | -18% | |
| mediana de rentabilidad año natural | 9% | |

Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)
IBEX 35



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Sesgo más defensivo de cara a cierta consolidación de los avances de cuatro últimos meses

CARTERA 5 GRANDES

REPSOL
TELEFÓNICA
FERROVIAL
MERLIN
CELLNEX

CARTERA VERSÁTIL

REPSOL
A PLUS
FERROVIAL
MERLIN
CELLNEX
BBVA
TELEFÓNICA
MASMÓVIL
IBERDROLA
MELIÁ

CARTERA DIVIDENDO

IBERDROLA
SANTANDER
FERROVIAL
MERLIN
REPSOL
TELEFÓNICA
BME
BBVA

Fuente: Renta 4 Banco

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Grupo Renta 4. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D^{ña}. Natalia Aguirre Vergara

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Grupo Renta 4: 50% Sobreponderar, 48% Mantener y 2% Infraponderar.