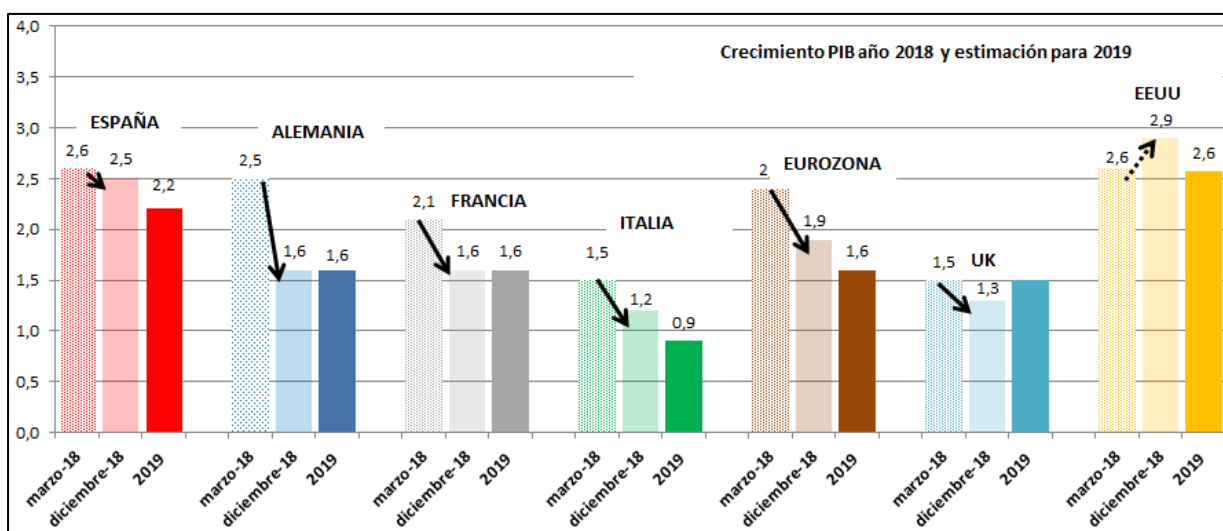


Desaceleración sincronizada en el crecimiento económico

Los datos del tercer trimestre del PIB han confirmado una importante desaceleración del crecimiento económico, situándose en algunos países como Japón, Alemania, Italia o Suiza la cifra inter trimestral en negativo. Como se puede observar en el gráfico, desde el primer trimestre de este año la revisión a la baja ha sido especialmente acusada en Alemania y Francia, mientras que España ha conseguido mantener una cifra por encima de su crecimiento potencial, inferior al 2%.

En el caso del Reino Unido, pese a la inestabilidad intrínseca del proceso incompleto denominado BREXIT, su economía crece por encima del 1% y, atendiendo a las estimaciones del consenso de analistas, será la única región mencionada que registrará una aceleración del crecimiento en 2019. Los estímulos fiscales anunciados por el gobierno y una divisa depreciada favorecen este repunte aunque el riesgo claramente esta sesgado a la baja si en marzo no se cierra un acuerdo entre ambas partes.



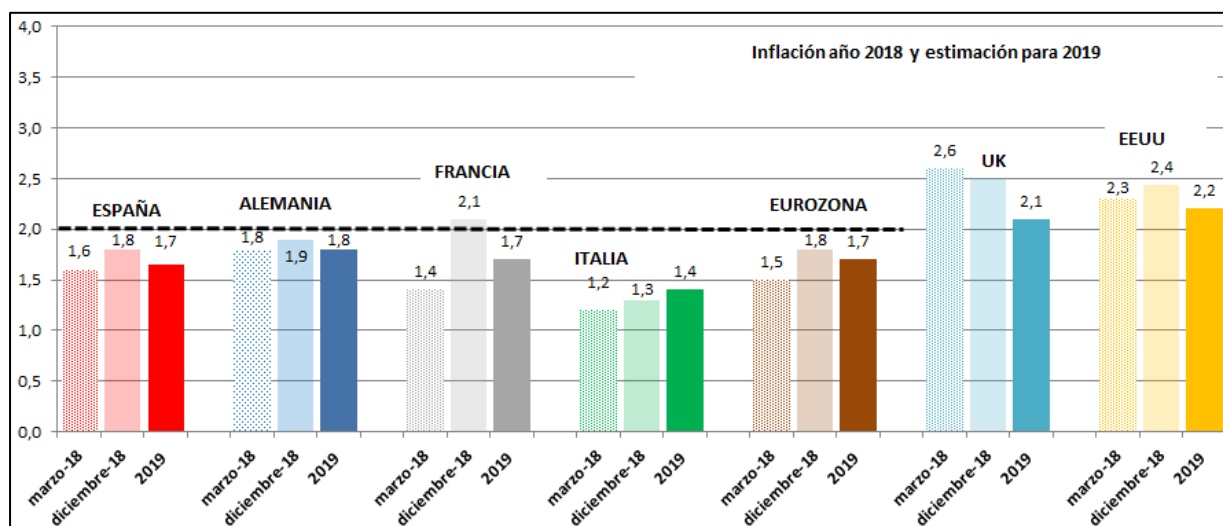
En EEUU, su economía se ha apoyado en una inercia positiva tras las medidas expansivas aprobadas en el ámbito fiscal, con bajadas de impuestos para empresas y hogares. La fortaleza económica ha empezado a llegar al factor trabajo, con crecimientos de salarios próximos al 3%, lo que ha permitido un fuerte impulso en el componente del consumo en el PIB avalado por una tasa de paro que acaba el año por debajo del 4%. La tasa de ahorro de los hogares sobre la renta disponible ha seguido cayendo lo que también ha impulsado el consumo, situándose la primera referencia en niveles del año 2013 (6%). Sin embargo, la mayoría de los indicadores que manejamos también apuntan a una desaceleración el año que viene, de la misma cuantía que en Europa, pero sobre una base mayor de crecimiento. China, responsable en gran medida del crecimiento mundial, sigue ofreciendo una cifra del crecimiento del PIB por encima del 6%, sin revisiones a la baja para el año 2019, lo que no deja lugar a dudas de la intervención y control que existe por parte de sus autoridades principalmente en la expansión del crédito y de la deuda en el conjunto de todos los agentes económicos (ratio de deuda sobre PIB del 265%, en 2008 esta cifra era del 162%).

Como conclusión, con los datos e indicadores que tenemos en este momento, no creemos que estemos a las puertas de una recesión económica, pero ello no es óbice para afirmar que un menor crecimiento va a precipitar un menor dinamismo en el crecimiento de los beneficios empresariales, lo que elimina de facto cualquier prima que un inversor estuviera dispuesto a pagar en términos de multiplicador sobre medias históricas.

La información contenida en el presente documento es una comunicación de carácter comercial, de carácter genérico y no personalizada. En consecuencia, nada de lo contenido en el mismo debe considerarse como una recomendación, directa o indirecta, para realizar una o más operaciones relativas al instrumento financiero al que se refiere. Existe a su disposición un folleto del fondo que puede obtenerse gratuitamente en www.ibercaja.es. Fuente de datos Bloomberg

En este contexto económico, los datos de inflación, incluso con una variación media interanual positiva del precio del petróleo (Brent) superior al 30% en el conjunto del año, no han repuntado por encima de los niveles de control que tienen los Bancos Centrales para alterar su política monetaria. En línea con lo anteriormente comentado, las previsiones para 2019 también son ligeramente inferiores a las de este año en el conjunto de la Eurozona, lo que no ayuda a un Banco Central que acumula en nuestra opinión varios trimestres de retraso en la regularización de su política de tipos cero. En cualquier caso, la inestabilidad reciente ha provocado una extrema volatilidad en el precio del petróleo, cayendo hasta niveles próximos a 50 dólares durante el mes de diciembre, lo que interanualmente significa una contracción superior al -14% por primera vez en todo el año. De mantenerse estos niveles, el reducido precio del petróleo será uno de los impulsos que posibiliten una aceleración del crecimiento económico en Europa durante todo el año 2019.

Precio BRENT	dic-17	nov-17	oct-17	sep-17	ago-17	jul-17	jun-17	may-17	abr-17	mar-17	feb-17	ene-17	Precio medio	2017
		66,87	63,57	61,37	57,54	52,38	52,65	47,92	50,31	51,73	52,83	55,59		55,7
	dic-18	nov-18	oct-18	sep-18	ago-18	jul-18	jun-18	may-18	abr-18	mar-18	feb-18	ene-18		2018
	57,3	66,0	80,7	79,0	77,42	74,25	79,44	77,59	75,17	70,25	65,78	69,05		71,97
Var. Precio yoy	-14%	4%	32%	37%	48%	41%	66%	54%	45%	33%	18%	24%	Dif.	30%



¿Cuál ha sido el detonante(s) de este menor dinamismo económico?

La fuerte revisión de las cifras de crecimiento económico y las caídas en los índices bursátiles han venido motivadas en parte por una serie de riesgos materializados, en su mayoría de corte político o inherentes al ciclo económico actual:

Italia y sus presupuestos para 2019 han provocado un terremoto en Europa. La entrada de un nuevo gobierno en Italia con un programa político con un sesgo claramente expansivo del gasto ha provocado arduas tensiones con las autoridades europeas. Las dificultades para lograr un acuerdo de mínimos en las cifras de déficit público para 2019 han sido mayúsculas. Finalmente, ha quedado fijado en el 2.04% frente al 2.40% del que se partía en la última versión presentada, bajo la amenaza de sanciones por parte de Europa sobre la mesa.

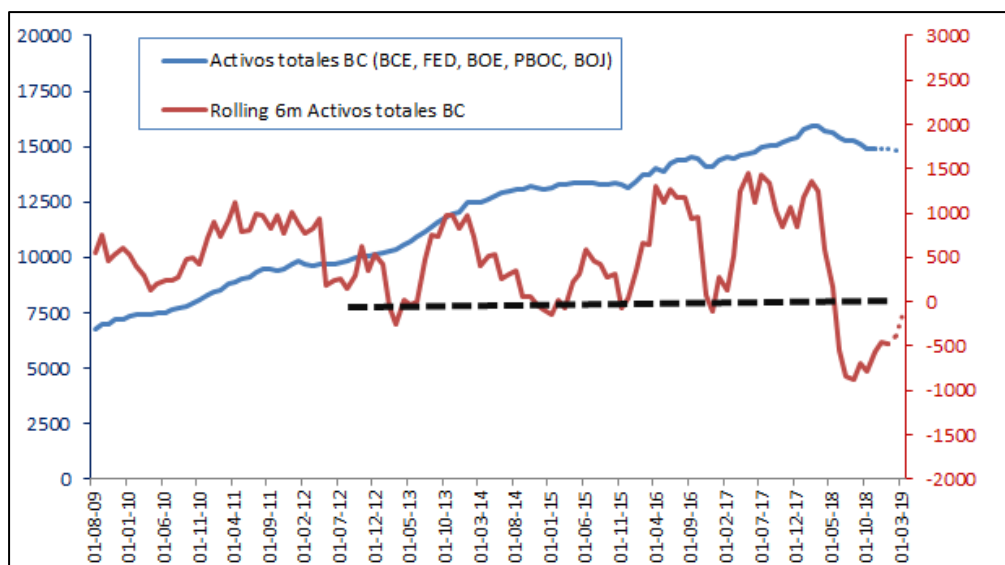
Italia es uno de los países con un mayor nivel de deuda del mundo, y aunque el 69% de la misma está en manos de inversores residentes (cifra tan solo superada por Grecia), es uno de los riesgos latentes que periódicamente elevan la prima de riesgo en Europa. Italia ha tenido 65 gobiernos diferentes en los últimos 73 años, lo que no es un buen indicador de estabilidad en un país cuya deuda pública sobre PIB supera el 130%. En los últimos 10 años, el crecimiento del PIB no ha superado en términos anualizados el 1% mientras que su deuda ha crecido por encima del 3%. Sin embargo, gracias a la política monetaria aplicada por el BCE, el coste medio de su deuda se ha contraído un 3% en el mismo periodo. Cualquier solución sostenible en el tiempo de esta situación solo puede pasar por una aceleración del crecimiento económico que mejore la sostenibilidad de su deuda.

Trump recupera políticas proteccionistas y renegocia acuerdos comerciales. Las disputas comerciales entre EEUU y China han pasado durante la segunda parte del año de las palabras a los hechos, y lógicamente ha empezado a afectar al comercio mundial (https://www.wto.org/english/news_e/news18_e/wtoi_26nov18_e.htm). Europa (Alemania), Japón, México y Canadá han sido las zonas económicas más afectados hasta la fecha por las medidas anunciadas por parte de EEUU. China ha logrado superar, a tenor de las cifras de comercio conocidas hasta noviembre, las dificultades originadas por las tarifas impuestas por EEUU sobre importaciones de China (\$50bn en julio y \$200bn en septiembre). El impacto ha sido mayor en las exportaciones de EEUU a China que en las importaciones, aumentando un reconocido desajuste comercial entre ambas economías. La debilidad del renminbi (RMB) junto con la bajada de impuestos por parte de China a los operadores que exportan ha limitado los potenciales daños. Entre los bienes de consumo duradero más afectados por el terremoto comercial tenemos al automóvil. Por un lado EEUU está revisando los aranceles a las importaciones de vehículos para “proteger” su industria nacional y antes del mes de abril está previsto que tome una decisión. Por otro lado, China ha bajado los aranceles a las importaciones de automóviles.

¿Están afectando las disputas comerciales a la economía real? Si las empresas no son capaces de pasar un incremento del coste al consumidor vía subida de precios, la contracción de márgenes está garantizada. El CEO de FORD en el mes de septiembre comunicó que más de \$1bn se había volatilizado este año por los aranceles impuestos (<https://www.businessinsider.com/r-ford-ceo-says-metals-tariffs-cost-company-1-billion-2018-9?IR=T>). En el caso de su empresa homóloga General Motors, recientemente ha comunicado un plan de bajas incentivadas que afectan a 14.000 empleados y al cierre de varias plantas para paliar el incremento de costes también fijado en \$1bn (<https://www.rollingstone.com/politics/politics-news/gm-layoffs-trump-tariffs-760003/>). Otro de los ejemplos del impacto de los aranceles lo tenemos en la subida de precios de bienes como lavadoras o frigoríficos en EEUU, que supera el 15% interanual, recogiendo las subidas en sus componentes de fabricación.

Los Bancos Centrales empiezan a contraer su balance y la liquidez se reduce. El último trimestre de este año nos ha traído un cambio significativo en el paradigma de intervención de los Bancos Centrales. En el siguiente gráfico, con datos de los cinco principales Bancos Centrales que han utilizado la alquimia del QE, queda patente como hemos entrando en una nueva etapa en cuanto a la liquidez que ha inundado el mercado. El rolling a 6 meses del balance agregado de los cinco principales Bancos Centrales (línea de color rojo) nos muestra como en las últimas semanas de este año se ha drenado liquidez de forma sustancial, algo que no ha sentado bien a los activos de riesgo.

De mantenerse el ritmo actual, incluso con la FED reduciendo su balance y el BCE que ya ha dejado de comprar activos, durante el primer trimestre del año aunque en terreno negativo mejorará comparativamente la tendencia (línea punteada) lo que serán buenas noticias para los activos de riesgo.



¿Es importante que los Bancos Centrales procedan a deshacer las medidas implementadas? La Reserva Federal comenzó en diciembre del año 2015 a subir los tipos de interés; el año 2019 debería hacerlo el BCE (a partir del verano según su propio comunicado o forward guidance). Si hay un sector que se verá beneficiado en ese caso es el sector bancario europeo, de mantenerse la relación abajo indicada. Vemos como tan solo en el año 2008 y ahora, el ratio que mide el comportamiento relativo de bancos frente a índice (línea de color azul), se ha situado por debajo de la referencia EONIA 1YR1YR (línea de color rojo). La probabilidad implícita hoy en el mercado de una subida de tipos en 2019 es inferior al 30%, en el primer trimestre de 2018 era prácticamente del 100%, desde entonces el índice de bancos ha caído más de un 35%.



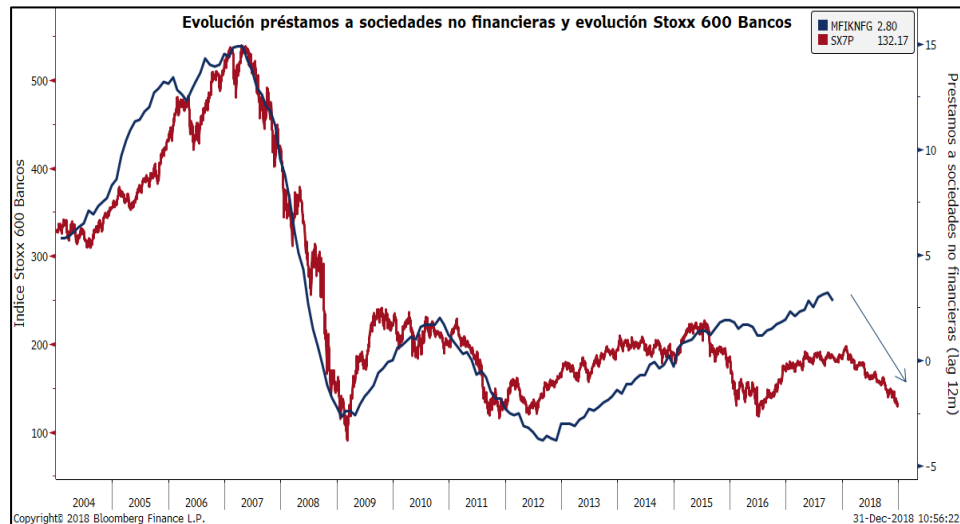
La información contenida en el presente documento es una comunicación de carácter comercial, de carácter genérico y no personalizada. En consecuencia, nada de lo contenido en el mismo debe considerarse como una recomendación, directa o indirecta, para realizar una o más operaciones relativas al instrumento financiero al que se refiere. Existe a su disposición un folleto del fondo que puede obtenerse gratuitamente en www.ibercaja.es. Fuente de datos Bloomberg

Ibercaja Alpha

Javier Rillo Sebastián, CFA

31 de diciembre de 2018

El mercado ha puesto de manifiesto que apenas considera probable una hipotética variación de los tipos de interés en 2019 en Europa. Además de este hecho, ¿qué descuentan adicionalmente las entidades financieras cotizadas? El siguiente gráfico nos muestra como la respuesta es una contracción del volumen de préstamos a sociedades no financieras, hecho que salvo que Europa entre en recesión, no vemos factible que suceda.



La liquidez ha sido el único activo donde proteger el capital en 2018

El año 2018 será recordado como uno de los peores entornos para proteger el capital de los clientes. El repunte generalizado de la rentabilidad ofrecida por la deuda pública ha provocado pérdidas en este activo, acentuadas en el caso de la deuda corporativa. Tan solo excepciones como Alemania o España en los tramos de la curva de 5 y 10 años han visto cómo sus referencias estrechaban ligeramente, generando ganancias para sus tenedores de deuda (rentabilidad y precio mantienen una relación inversa). Italia ha sido uno de los países donde mayor volatilidad hemos tenido, con una mejora sustancial en el mes de diciembre en los tramos cortos tras la aprobación de los presupuestos y déficit in extremis pero que no es suficiente para recuperar un año muy negativo para sus inversores.

DEUDA PÚBLICA	2yr			5yr			10yr		
	2017	2018		2017	2018		2017	2018	
España	-0,3	-0,2	-	0,4	0,3	+	1,6	1,4	+
Italia	-0,3	0,5	-	0,7	1,8	-	2	2,7	-
Alemania	-0,6	-0,6		-0,2	-0,3	+	0,4	0,2	+
EEUU	1,9	2,5	-	2,2	2,6	-	2,4	2,7	-

(+) ganancia de capital, (-) pérdida de capital

Otro de los países donde han mejorado los tipos en el mes de diciembre ha sido EEUU, en este caso en el tramo de 10 años. Tras la reunión en diciembre de la Reserva Federal, el mercado cuestiona subidas adicionales durante 2019 de un tipo actual fijado en el 2.50%.

Tal es la presión que tiene ahora mismo el presidente de la FED que el gobierno americano (presidente Trump) está forzando una reunión para "alinearse" posiciones comunes. Atendiendo a los datos económicos que presenta la economía americana, la volatilidad sufrida en los meses de noviembre y diciembre no debería ser justificación para detener la normalización de tipos. En las anteriores recesiones ocurridas, la FED ha bajado de media 500 puntos básicos, decisión que en este momento no sería posible.



Ibercaja Alpha

Javier Rillo Sebastián, CFA

En el caso de la renta variable, ninguno de los principales mercados a nivel mundial ha conseguido acabar el año en positivo, como queda reflejado en la tabla adjunta. Especialmente negativa ha sido la evolución de los índices en Europa, con pérdidas que doblan en media a las de los índices americanos en el periodo. Esta circunstancia queda avalada por el diferente comportamiento del índice MSCI World con o sin EEUU.

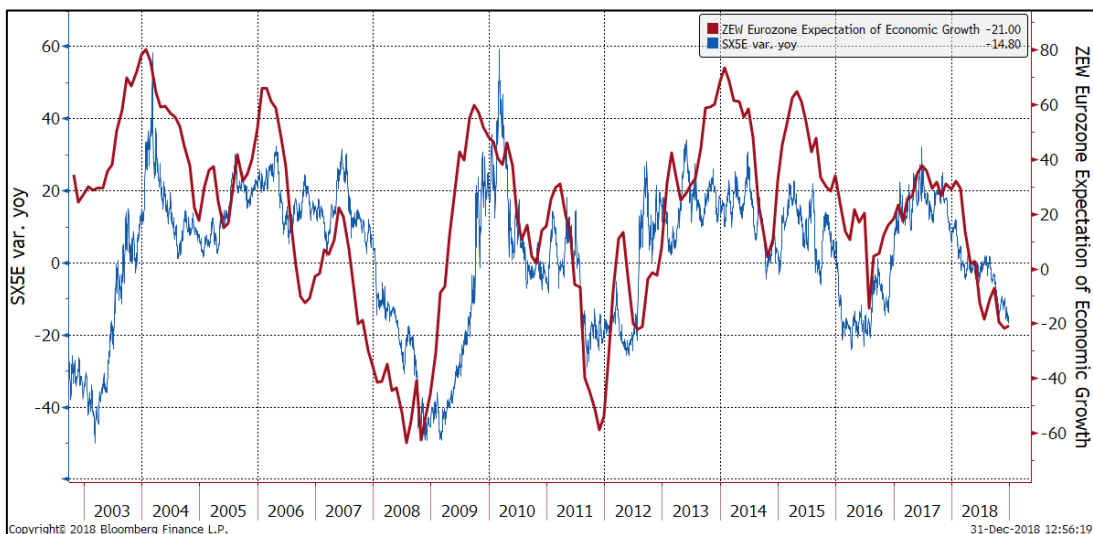
A nivel sectorial, en Europa ningún sector tomando como referencia el índice Stoxx 600 ha acabado en positivo, destacando en cualquier caso por sus reducidas pérdidas sectores como salud, compañías reguladas o empresas ligadas al petróleo y gas. En el lado negativo, dos claros perdedores, el sector del automóvil y componentes y el sector financiero, con minusvalías que superan el -28%. En el primer caso, tanto las tensiones comerciales entre EEUU y China como la entrada en vigor durante el mes de septiembre de la nueva regulación WLTP (emisiones contaminantes) han provocado una inestabilidad en el sector que ha pasado factura con más de 15 profit warning (revisión a la baja en la previsión de beneficios comunicada) entre todas las compañías presentes en la industria. Un banco de inversión ha cifrado el impacto negativo en Alemania dada su exposición a este sector en más de tres décimas de crecimiento del PIB.

31 de diciembre de 2018

	YTD (divisa local)
#AMERICA	
DOW JONES INDUS	-6,70%
S&P 500 INDEX	-7,03%
NASDAQ COMPOSITE	-4,62%
BRAZIL IBOVESPA	-1,82%
#EMEA	
Euro Stoxx 50	-14,38%
FTSE 100	-12,47%
CAC 40	-11,06%
DAX	-18,26%
IBEX 35	-14,78%
FTSE MIB	-16,15%
OMX STOCKHOLM 30	-14,31%
SWISS MARKET	-10,15%
#ASIA/PACIFICO	
NIKKEI 225	-12,08%
HANG SENG	-8,89%
CSI 300	-25,31%
#GLOBAL	
MSCI WORLD	-11,06%
MSCI WORLD (ex US)	-16,77%

Nuestra lectura estratégica para el año 2019

Durante el segundo semestre del año 2018, el mercado ha comenzado a poner en precio un menor dinamismo económico. Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, el indicador de expectativas de crecimiento elaborado por el instituto alemán ZEW (<https://www.zew.de/en/>) muestra cómo, salvo que estemos ante una recesión económica en Europa similar a la vivida en 2008 o una fuerte contracción del crecimiento como en los años 2011-12, los mercados deberían de mejorar paulatinamente en 2019. El índice Eurostoxx 50 en tasas interanuales ya recoge las malas noticias conocidas hasta el momento.

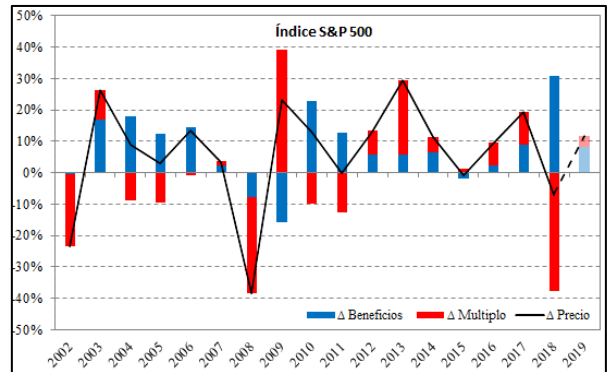
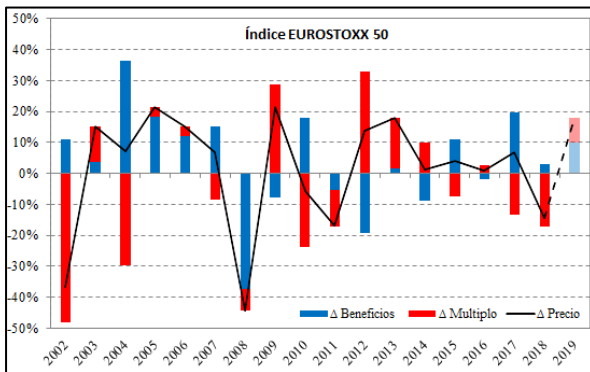


Ibercaja Alpha

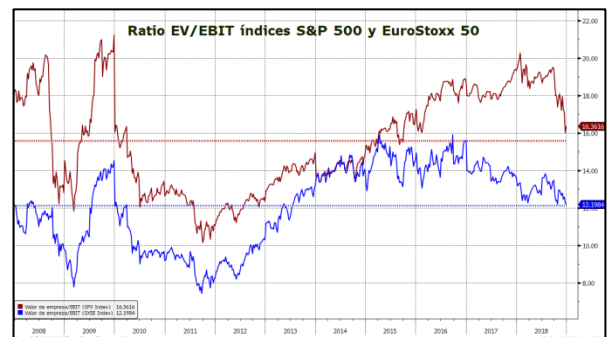
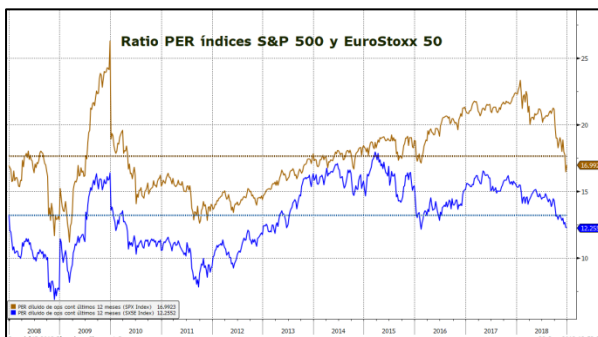
Javier Rillo Sebastián, CFA

31 de diciembre de 2018

El índice Eurostoxx 50 cotiza en este momento a 12.66x PER sobre beneficios realizados tras un año 2018 donde en Europa las empresas en su conjunto han ganado más dinero, lo cual quiere decir que para registrar las caídas de precio el múltiplo pagado se ha contraído. Para el año que viene, de mantenerse el precio actual en el índice (2975 puntos) estaríamos comprando a 11.5x PER, un 15% de descuento frente a la media histórica de los últimos 15 años (13.6x). Dicho de otro modo, si estuviéramos pagando la media histórica de múltiplo en Europa los beneficios para 2019 deberían de pasar del +9.9% que tiene estimado el consenso de analistas a un -8.0% para justificar el nivel de 2975 puntos. Ese escenario está en precio en Europa. En EEUU, dado el fuerte crecimiento en beneficios experimentado este año tras la fuerte bajada de impuestos por parte del gobierno, la única forma de justificar las caídas ha sido de nuevo una contracción del múltiplo hasta 15.3x, ligeramente por debajo de su media en los últimos 15 años sobre beneficios realizados (15.8x).



De los datos anteriores queda demostrado que, sobre beneficios realizados, **Europa cotiza con descuento frente a su propia media histórica de múltiplo PER** y por supuesto frente al ratio de EEUU. Aquí hay que tener en cuenta la diferente composición sectorial entre ambos mercados, con un mayor peso en sectores regulados frente a tecnología en el caso de Europa. Sin embargo, si tomamos otro ratio que tiene en cuenta la estructura de balance y unos beneficios no afectados por el tratamiento impositivo (**EV/EBIT**) vemos como **Europa cotiza en línea con su media histórica** y EEUU con cierta prima sobre su propia media. En este sentido, es lógico pensar que los precios de los diferentes activos se han ajustado a las medias históricas durante 2018 depurando cualquier prima a la espera de ver cómo se resuelven los diferentes problemas globales (Italia, BREXIT, negociación comercial entre EEUU y China). Un entorno más favorable para la asunción de riesgos durante 2019 podría permitir recuperar el terreno perdido por los diferentes índices de renta variable, especialmente en el caso de Europa, tras registrar una caída no vista desde el año 2011.



Un saludo,
Javier Rillo Sebastián, CFA