

Análisis Financiero Marzo 2017

Déjà vu = /deʒa vy/, en francés 'ya visto', se pronunciaría "deja vi".

Marzo ha sido un constante Déjà vu. Cuando los mercados se encontraron con algunos datos macro malos y otros no tan buenos como esperaba, las bolsas retrocedían, pero no tardaban en aparecer compradores que hacían remontar los precios.

El Obamacare no se podía revertir y suponía un serio problema para las políticas de gasto de Trump pero el optimismo empujaba a más gente a comprar acciones con la expectativa de crecimiento e inflación. Las bolsas seguían estables.

Las elecciones francesas, los actos terroristas y los bombardeos de unos y otros en algunos de los conflictos militares, así como la mala pinta que tiene el duelo Trump-Kim Jong-un (líder de Corea del Sur), asustaban a las bolsas para finalmente terminar firmes ante el ímpetu de los compradores.

Las valoraciones de algunos mercados de acciones, la vuelta del dinero a los mercados de bonos más defensivos, tal y como ha venido sucediendo cada vez que las bolsas recortaban en el pasado, los avisos de un más que evidente sobrecalentamiento de las bolsas por parte de gestores reputados y hasta de la FED, hacían perder unos pocos puntos a las bolsas durante unas pocas horas para finalmente imponerse la actitud más enérgica de los compradores que impulsaban las bolsas a niveles más altos.

Así, prácticamente todos los días del mes.

En marzo la FED subió tipos al 1% y el Reino Unido activo al artículo 50 del Tratado de Lisboa para dejar de ser miembro de la Unión Europea. Los holandeses no votaron populismos y quedamos a la espera de las elecciones en Francia.

	31/03/2016	28/02/2017	31/03/2017	VAR1M	VAR1YR
DOW JONES INDUS. AVG	17.685,09	20.812,24	20.663,22	-0,72%	16,84%
S&P 500 INDEX	2.059,74	2.363,64	2.362,72	-0,04%	14,71%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	4.869,85	5.825,44	5.911,74	1,48%	21,39%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	50.055,27	66.662,10	64.984,07	-2,52%	29,82%
MEXICO IPC INDEX	45.881,08	46.856,79	48.541,56	3,60%	5,80%
Euro Stoxx 50 Pr	3.004,93	3.319,61	3.500,93	5,46%	16,51%
FTSE 100 INDEX	6.174,90	7.263,44	7.322,92	0,82%	18,59%
CAC 40 INDEX	4.385,06	4.858,58	5.122,51	5,43%	16,82%
DAX INDEX	9.965,51	11.834,41	12.312,87	4,04%	23,55%
	18.116,88	18.913,28	20.492,94	8,35%	13,12%
IBEX 35 INDEX	8.723,10	9.555,50	10.462,90	9,50%	19,94%
NIKKEI 225	16.758,67	19.118,99	18.909,26	-1,10%	12,83%
HANG SENG INDEX	20.776,70	23.740,73	24.111,59	1,56%	16,05%
FTSE CHINA A50	9.614,12	10.440,04	10.407,13	-0,32%	8,25%

En EE.UU. sólo el Nasdaq terminó al alza. En Europa el Eurostoxx50 ganó más de un 5% con las bolsas españolas e italianas destacando por sus alzas del 9,5% y del 8,35% respectivamente.

En los mercados emergentes de acciones, importantes alzas mensuales Argentina, India, México y Colombia. Recortes en Brasil que sigue destapando casos de corrupción y planos en China.

	31/03/2016	28/02/2017	31/03/2017	VAR1M	VAR1YR
--	-------------------	-------------------	-------------------	--------------	---------------

La volatilidad sigue muy baja.

Algunas divisas emergentes han brillado con fuerza.

El peso mexicano se revalorizó casi un 7% frente al dólar y el Rublo ganó más de un 3,5% en el mismo periodo. La fortaleza se vio en menor medida en el peso colombiano y la rupia india.

	31/03/2016	28/02/2017	31/03/2017	VAR1M	VAR1YR
EURUSD Curncy	1,14	1,0576	1,0652	0,72%	-6,40%
USDJPY Curncy	112,57	112,77	111,39	-1,22%	-1,05%
USDCNY Curncy	6,45	6,867	6,8872	0,29%	6,72%
USDKRW Curncy	1143,42	1130,28	1118,45	-1,05%	-2,18%

USDINR Curncy	66,25	66,69	64,85	-2,76%	-2,11%
USDMXN Curncy	17,28	20,109	18,7249	-6,88%	8,37%
GBPUSD Curncy	1,44	1,238	1,255	1,37%	-12,60%
GBPEUR Curncy	1,26	1,1705	1,1778	0,62%	-6,66%
USDRUB Curncy	66,90	58,3794	56,2447	-3,66%	-15,92%
USDBRL Curncy	3,59	3,1104	3,122	0,37%	-13,09%
USDCOP Curncy	3002,20	2925,82	2873,98	-1,77%	-4,27%

Las divisas emergentes se han devaluado enormemente en los últimos años alcanzando niveles que aportan alta competitividad a los exportadores y atractivos precios de entrada a los capitales internacionales que a la vista de la estabilidad en los mercados desarrollados y la represión financiera en que viven (Bancos Centrales que ponen los tipos a cero e impiden rentabilizar el dinero sin asumir riesgo), han vuelto a confiar en ellos comprando su divisa, bonos, acciones, empresas e inmuebles.

El mundo emergente constituye una buena oportunidad de compra con potencial de recuperación durante varios años por las bajas valoraciones, el momento del ciclo y porque, dónde si no van a ir las inversiones productivas, de infraestructuras o vivienda. ¿A una Europa sin crecimiento de población y prácticamente ya construida?

	31/03/2016	28/02/2017	31/03/2017	VAR1M	VAR1YR
US 10 Year	1,7687	2,3899	2,3874	0,00	0,6187
US 30 Year	2,6119	2,9952	3,0095	0,01	0,3976
Germany 10 Year	0,153	0,208	0,328	0,12	0,175
Spain 10 Year	1,437	1,655	1,667	0,01	0,23
Italy 10 Year	1,221	2,086	2,318	0,23	1,097
China 10Y	2,89	3,321	3,293	-0,03	0,403
RUSSIA-OFZ	9,09	8,245	7,905	-0,34	-1,185
BRAZIL NTN-F	13,967	10,236	10,064	-0,17	-3,903

Los bonos de gobiernos desarrollados se han mantenido muy estables en marzo, contradiciendo las expectativas de más crecimiento e inflación para los próximos trimestres. Sólo en los mercados emergentes las rentabilidades han seguido cayendo apoyando la tesis de una mejora en la confianza de los inversores en esos mercados.

SWAP RATES

	31/03/2016	28/02/2017	31/03/2017	VAR1M	VAR1YR
Euribor 12 Month ACT/360	-0,005	-0,114	-0,109	0,01	-0,104
EUR SWAP ANNUAL 5 YR	0,023	0,082	0,184	0,10	0,161
EUR SWAP ANNUAL 10 YR	0,5591	0,673	0,763	0,09	0,2039
12M £	1,00338	0,73506	0,71769	-0,02	-0,28569
5Y £	1,0039	0,777	0,851	0,07	-0,1529
10Y £	1,424	1,1453	1,1769	0,03	-0,2471
USD SWAP SEMI 30/360 1YR	0,74	1,3578	1,3836	0,03	0,6436
USD SWAP SEMI 30/360 5YR	1,172	2,0477	2,0523	0,00	0,8803
USD SWAP SEMI 30/360 10Y	1,6385	2,3738	2,3841	0,01	0,7456
USD SWAP SEMI 30/360 30Y	2,1368	2,6266	2,6451	0,02	0,5083
JPY SWAP 1 YR	-0,05001	0,03	0,045	0,02	0,09501
JPY SWAP 5 YR	-0,07	0,0875	0,10625	0,02	0,17625
JPY SWAP 10YR	0,149	0,245	0,265	0,02	0,116
12M Yoan	2,3025	3,3625	3,5975	0,24	1,295
5Y Yoan	2,615	3,8575	3,9025	0,04	1,2875
10Y Yoan	2,9875	4,3725	4,4175	0,05	1,43
12M BRL	13,81	10,1663	9,6727	-0,49	-4,1324
5Y BRL	13,90	10,2178	10,0677	-0,15	-3,8293
RUB SWAP 1YR	11,30	10,26	9,925	-0,33	-1,37
RUB SWAP 5YR	10,10	8,76	8,54	-0,22	-1,555
RUB SWAP 10Y	9,74	8,1921	8,1346	-0,06	-1,6054

Las materias primas trajeron fuertes caídas en el petróleo, cobre y platino. La escusa fueron unos elevados inventarios pero nos sigue pareciendo que mientras Arabia Saudita siga interesada en vender una parte de Aramco, no veremos precios muy alejados de estos niveles.

	31/03/2016	28/02/2017	31/03/2017	VAR1M	VAR1YR
WTI	38,34	54,01	50,6	-6,31%	31,98%
BRENT	39,60	55,59	52,83	-4,96%	33,41%
XAU	1232,75	1248,44	1249,2	0,06%	1,33%
XAG	15,44	18,3125	18,2664	-0,25%	18,32%
COBRE	4847,00	5973	5837,5	-2,27%	20,44%
ALUMINIO	1520,00	1924	1962,5	2,00%	29,11%
Gas Natural	1,96	2,774	3,19	15,00%	62,84%
Platino	975,70	1024,27	950,35	-7,22%	-2,60%
zinc	1817,00	2825	2771	-1,91%	52,50%
Paladio	564,08	770,95	798,77	3,61%	41,61%

La inflación empezó a moderarse este mes y podría haber marcado máximos en febrero, mes en que, en 2016, las materias primas hicieron mínimos muy agresivos por una pérdida súbita en la confianza del crecimiento en los emergentes y el temor a una cascada de quiebras en empresas dependientes de los precios de las commodities y fuertemente endeudadas.

Los mercados y los gobernantes quieren inflación para reducir el valor de las deudas. Pero esta no bien de forma clara por cuestiones demográficas, por la influencia de los países emergentes y por las mejoras tecnológicas que aportan productividad y menores precios. Las redes sociales, internet y la economía colaborativa crean consumidores mejor informados y con más alternativas capaces de alterar las reglas de oferta y demanda hasta ahora vigentes.

Tendremos que acostumbrarnos a vivir con tasas altas de endeudamiento ya que a diferencia de las últimas décadas la inflación podría tardar en llegar.

Ahora, igual que en el pasado, seguiremos expuestos a eventos drásticos previstos o no. Nuestra habilidad para gestionar las inversiones dependerá de otorgar acertadamente las probabilidades de ocurrir o no a lo previsto, naturalmente. Así como de valorar el impacto de los imprevistos. La selección de activos a precios atractivos y que el desarrollo de los ciclos y tendencias se ajusten a nuestras estimaciones.

Evitar las burbujas de valoración y mantener el criterio cuando los shocks afecten a los mercados.

En este aspecto, nada ha cambiado.

Renta Fija.

Seguimos apostando por el mercado High Yield, siempre con el escrupuloso control de riesgo crediticio del emisor, y con duración 2-3 años.

No vemos valor en la deuda pública Europea y si potencial riesgo de pinchazo de la burbuja una vez que la política del **BCE**, vaya reduciendo los estímulos de política monetaria (bajada de 80MM€ a 60MM€ mensuales) y estos se trasladen a la normalización de la curva de tipos.

La deuda publica americana, podría seguir corrigiendo por el impacto a corto plazo de una mayor inflación obligando a la FED a subir de nuevo los tipos.

La deuda pública de grado de inversión, muestra una tímida tendencia al alza, pero aún no justifica su compra.

Solvencia II, está a la vuelta de la esquina, todas las emisiones minoristas perpetuas perderán computabilidad como capital básico a partir del 2025 (convirtiéndose automáticamente en deuda senior a efectos de computo de capital), pero dentro del sector asegurador, aquellas compañías que por su tamaño son consideradas entidades sistémicas, estarán obligadas a mejorar sus ratios de capital requeridos a partir del 2019. Ante esta situación, muchas aseguradoras comienzan a captar capital, mediante la emisión de nuevos instrumentos de capital perpetuo, y a sustituir vía amortización anticipada o recompras las minoristas que dejaran de ser computables en 2025. En este sentido, el mercado ofrece oportunidades con buen descuento en una clara apuesta por la amortización anticipada a la próxima call o potencialmente recompras con prima sobre secundario.

AEGON, cuenta entre otras con tres emisiones que perderán a partir del 2025, la computabilidad como capital.

AEGON 5,185% call Oct/2018 renovable cada 10Y e indexado a Bono Holandés 10Y + 85 pb, que cotiza a 81,50% lo que representa una YTC del 21,5% y a la próxima call oct/2028, Yield 4,49% equiv. Ms+ 409 pb.

AEGON 4,26% call 2021 renovable cada 10Y e indexado a Bono Holandés 10 Y + 85 pb, cotiza a 89,5% lo que representa una YTC del 7,49% y a la próxima call oct/2031, Yield 3,96% equiv. Ms+ 345 pb.

AEGON 1.506% call 2025 renovable cada 10Y e indexado a Bono Holandés 10 Y + 85 pb, cotiza a 68,5% lo que representa una YTC del 6,65% y a la próxima call oct/2035, Yield 3,96% equiv. Ms+ 395 pb.

El único sentido para mantener estas emisiones en balance alcanzado la fecha de pérdida de computabilidad como capital sería el coste de oportunidad, pues bien si comparamos deuda senior a 10 años de AEGON con estas emisiones, su mayor coste de financiación justificaría por sí solas su amortización, y si no se podrá vender con beneficio sobre par (100%) de mantenerse constante el spread actual.

SANTANDER CMS vs. BFCM CMS ambos perpetuo, callable trimestral.

Tal y como anunciásemos el mes anterior hemos llevado a cabo nuestra estrategia consistente en **vender Santander CMS y sustituirlo** por la emisión de **BFCM CMS** con una diferencia en precio de 7 figuras, y mejora de rating crediticio hasta BBB y con el objetivo de que el emisor recompre éste al 100% antes del 2021

En 2021 esta y otras emisiones similares emitidas por bancos europeos dejarán de computar como capital CT1 y lo harán como LT2, por lo que solamente tendrá sentido que se mantengan en el balance de los bancos por cuestiones económicas. En este sentido muchos bancos han optado por amortizar dichas emisiones o bien al 100% o han lanzado Tender's de recompra.

El último anuncio corresponde a Credit Agricole que lanza su recompra a un precio de 78,00%.

AYTD'S tramo A, tras no alcanzarse un precio que satisficiera las exigencias del gobierno para maximizar la devolución de las ayudas gubernamentales prestadas por éste, en el encargo de venta de BMN, el gobierno ha dado luz verde para que el FROB fusione Bankia y BMN donde controla el 65% de cuota de cada entidad.

La fusión se llevara a partir de junio del 2017 y este tramo amortizara a 100%.

BANCO POPULAR, seguimos apostando por sus emisiones subordinadas minoristas del 8,00% y 8,25% de vto, 2021, por el carry trade.

Las alternativas a día de hoy que presenta el banco, son dos;

- A)** Venta de cartera inmobiliaria y activos no estratégicos, con el fin de reducir activos computables, y posterior ampliación de capital para permanecer como entidad independiente.
- B)** Venta o Fusión de la entidad con un tercero.

La alternativa A, en base a nuestra estrategia de carry trade es la que mas nos interesa, puesto que no amortizaría esta emisión hasta que no se llevase a cabo la ampliación de capital que podría ser según el mercado para el último trimestre del año en curso. Posteriormente necesitarían de la autorización del BdE para su amortización. La alternativa B, supondría una

amortización anticipada casi de inmediato dado el coste de oportunidad existente con el comprador o fusionado.

OHL, la compañía se ha visto salpicada por los escándalos de corrupción, y su consejero delegado a eludido la cárcel bajo fianza de 100.000€.

La compañía está acometiendo su nuevo plan estratégico, y el mercado se lo reconoce con subidas muy importantes de su deuda senior y de la cotización de la acción.

El plan estratégico consiste en la venta de activos no estratégicos, reducción de su apalancamiento financiera, así como incrementar su core business en sus mercados estratégicos.

Los acontecimientos no son buenos para la compañía, pero la marcha en la buena dirección de su plan estratégico puede dar sin lugar a dudas una oportunidad de compra.

SITUACION TECNICA DE LAS BOLSAS MUNDIALES

A diferencia de lo que comentábamos en el informe anterior el diferencial entre la bolsa USA y la bolsa Euro se ha estrechado notablemente durante marzo y abril.

El S&P empieza a alcanzar niveles donde la probabilidad de una corrección dentro de la tendencia alcista que tiene el índice, aumentan.



Nuestro objetivo para el S&P 500 es la zona de 2.520 y nuestro soporte los 2.300 puntos. El índice ha respetado la zona de los 2.300 pero muestra una primera resistencia en los 2.400 y empieza a alcanzar niveles de sobrecompra que podrían generar cierta fatiga a seguir subiendo.

El RSI está alcanzando la directriz de máximos decrecientes que inicia en la crisis del 2008 y está dentro de la quinta onda del movimiento alcista que inicio en el año 2009. Como hemos comentado otras veces las ondas de Elliot estructuran un movimiento en 5 ondas siendo las impares las que van con la tendencia, en el gráfico mensual vemos perfectamente como el índice USA está dentro de la última onda, **lo que nos indica que probablemente las buenas noticias están en un porcentaje muy alto reflejadas ya en el precio , por lo que recomendamos prudencia en bolsa americana y aprovechar los tirones para vender.**

La situación en el Euro Stoxx es distinta, este índice está en una fase más atrasada del ciclo, en nuestro último informe hablábamos de que el mercado europeo estaba en el inicio de la quinta onda tras salir por la parte alta del canal bajista (líneas verdes) que inició en los máximos del 2015

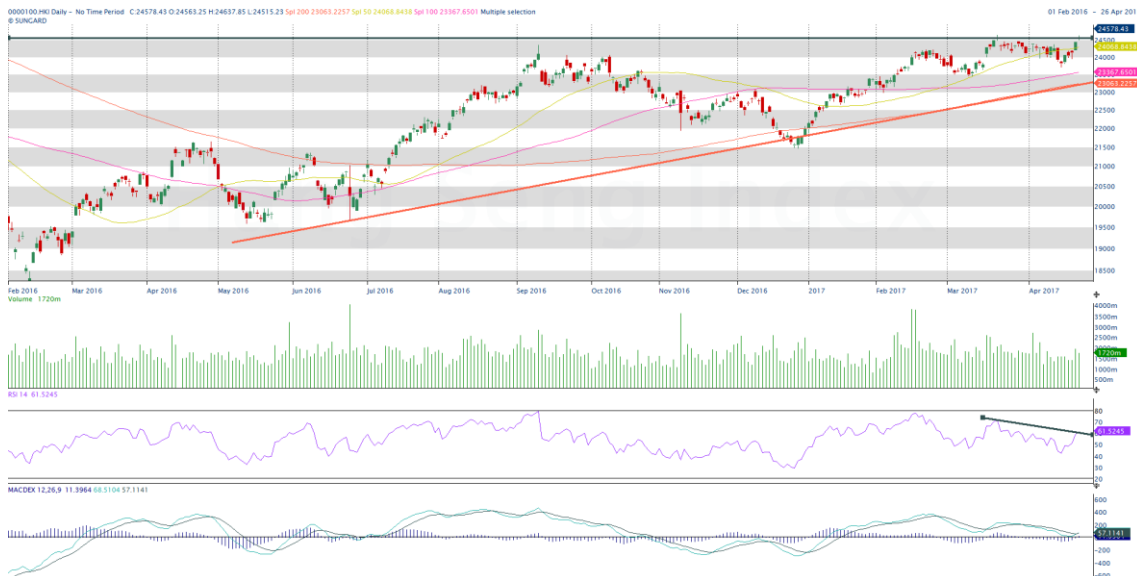


La proyección de este canal le lleva hasta los 3.750 puntos, sin embargo, el precio ha alcanzado la directriz bajista que inicia en los máximos del año 2000 y tiene una resistencia importante en los 3.600 puntos lo que nos indica también prudencia al corto plazo. El precio está empezando a alejarse de las medias después de haberlas perforado a finales del año 2016, estas pasan ahora por los 3.164 y no sería nada extraño que fuera a buscarlas antes de continuar con el movimiento alcista. **Nuestro objetivo en el Euro Stoxx es la parte alta del super canal (líneas naranjas) que está haciendo desde que inicio la tendencia alcista en el año 2009 sin embargo al corto plazo, podríamos tener una caída totalmente lógica después de las últimas subidas, la cual aprovecharíamos para comprar.**

Mercados emergentes

Vamos a ver la evolución de los dos índices emergentes que venimos analizando desde principios de año, el Hang Seng y el Ibovespa.

La bolsa de Hong Kong tras finalizar el canal lateral alcista que recomendábamos en anteriores ediciones ha formado un doble techo en la zona de 24.600 puntos, con divergencia bajista en el RSI, esta divergencia solo se rompería si el Hang Seng fuera capaz de romper los máximos.



El Ibovespa ha finalizado la quinta onda en los 70.000 puntos, sin embargo cuenta con la prolongación del canal lateral bajista (líneas verdes) que le lleva por encima de máximos.



Pensamos que los mercados emergentes no han agotado el movimiento alcista sin embargo recomendamos esperar a caídas, para comprar.