



PERSPECTIVAS DEL MERCADO ESPAÑOL.

*No me preguntes
qué va a hacer la
bolsa mañana.*

*Pregúntame en qué
puedo invertir hoy.*

Felipe Sánchez Coll

Asesor Inversiones

renta4banco
Cullera

Claves mercados 1T2013: Europa y España



- ✓ **Riesgo soberano:** Italia al alza por la ingobernabilidad tras las elecciones y rescate a Chipre (contagio limitado por BCE)
- ✓ **ESPAÑA:** Tras primer impacto negativo, **“hacemos los deberes”** (progresiva corrección de desequilibrios estructurales) **mejora nuestra percepción en el exterior**, aunque aún queda trabajo por delante.
- ✓ **Desde elecciones italianas:** Diferencial España-Italia -40pb, Ibex vs Mibtel +5%.
- ✓ El **Tesoro español sigue colocando con éxito** (cubiertas 30% necesidades de financiación 2013 a medio y largo plazo).
- ✓ **Factores con posible incidencia en primas de riesgo a corto plazo (ESPAÑA):**



- **Datos de ejecución presupuestaria.** Peor en enero 2013 tras “efecto cosmético” en 2012.
- **Flexibilización de objetivos de déficit** por CE es factible ante deterioro macro y esfuerzo de reducción del déficit estructural.
- **Evolución del ciclo económico.** ¿Cuándo se dará el inicio de recuperación?
- **Recapitalización y reestructuración del sistema financiero.**
- **Elecciones:** Italia (¿de nuevo?) y Alemania en septiembre (posición otodoxa).

Claves mercados 1T2013 (II)



✓ **RIESGO MACRO:** Estados Unidos mejora, China se desacelera, Europa sigue en recesión.

✓ **Eurozona:** PIB 4T12 decepciona, **Francia intensifica su debilidad.** Recuperación posible a partir de 2T13 en Alemania, resto deberán esperar a 2S13.

✓ **POLÍTICAS MONETARIAS:** Políticas acomodaticias. Aún lejos de estrategias de salida.

➤ **FED:** aumentan **discrepancias** sobre conveniencia de **QE** entre miembros de la FED, pero el presidente **Bernanke sigue a favor**, los **beneficios del QE aún superan a sus riesgos.**

➤ **BCE:** Actitud de **“esperar y ver”**. Más neutro de lo esperado dada la manifiesta debilidad de la actividad económica. Los gobiernos deben seguir haciendo los deberes. **Apoyará a Chipre con liquidez durante negociaciones rescate.**

➤ **BoE:** Posibilidad de más QE. Prima crecimiento sobre inflación.

➤ **BoJ:** Nuevo gobernador Kuroda, partidario de más QE, buscando objetivo de inflación 2% vs deflación actual.

Japón: La revolución de Kuroda



- ✓ La base monetaria se incrementará a un ritmo de entre 473.000 y 552.000M€ anuales.
 - Así, el volumen de la base monetaria pasará de 1,08B€ a finales de 2012 a 2,13B a finales de 2014.
- ✓ Se efectuará un incremento anual de 79.000M€ en las **compras de fondos cotizados (ETF)** y de 236M en las **de fondos inmobiliarios** japoneses.
- ✓ Aumentará la compra de bonos a un ritmo de unos 394.000M€ anuales (frente a los 55.200M del programa actual) y se podrán adquirir títulos con vencimiento de hasta 40 años.
- ✓ El banco central de la tercera economía del mundo espera poner fin a más de 15 años de deflación y depresión económica.
- ✓ **OBJETIVO:** Situar la inflación en el 2% cuanto antes, a más tardar en un plazo de dos años.

¿Dónde estamos en abril de 2013?

- ✓ El **S&P** está sus **máximos históricos** , en las cercanías de los 1.600 puntos
- ✓ **Caídas de las materias primas.** Petróleo, cobre y oro han caído. (¿Desconfianza en el futuro?).
- ✓ Bonos del tesoro siguen atrayendo dinero. El T Bill y el bund.
- ✓ **Imagen: Crecimiento económico estancado, pero con una marea de liquidez.**
 - La liquidez genera movimientos bruscos de precios, que están movidos por flujos, no por fundamentales.
- ✓ CLAVE: Los resultados empresariales del 1T2013.
- ✓ Persisten los **riesgos de fondo**: Elevado endeudamiento, débil crecimiento.
- ✓ Las noticias negativas se siguen obviando:



1. Informe de la **Comisión Europea: Insuficientes reformas en España y pronóstico de recesión** (España y otras economías europeas en el 2014).
2. **Advertencia FMI**: Posibles nuevas crisis y turbulencias derivadas del endeudamiento de **emergentes** en **divisas extranjeras** que pueden experimentar subidas repentinas.
3. Actas FED: Creciente número de miembros de su Consejo desean poner término a la **QE3** a mediados de este año y reclaman ya estrategias de "salida".

¿Qué ha hecho el Ibex 35 2000-2013?



¿Qué ha hecho el S&P 500 2000 – 2013?



¿ Y el Eurostoxx 50 2000 – 2013?

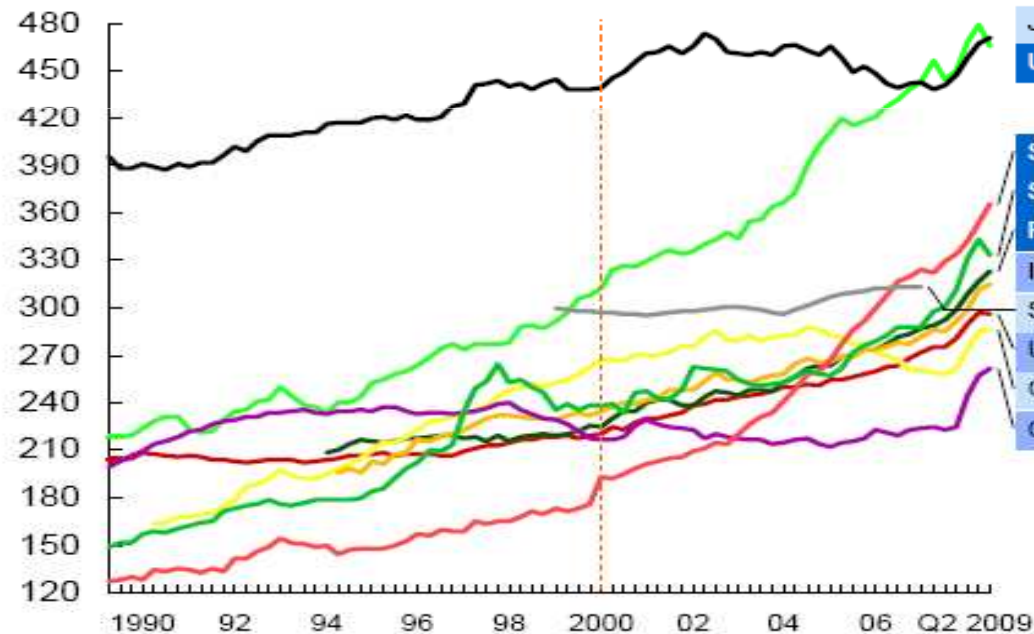


Causas de la crisis: endeudamiento

1. Años de bonanza económica + Tipos de interés en niveles relativamente bajos = explosión del endeudamiento tanto del sector financiero como de los consumidores.
2. Cambio de ciclo económico pilló por sorpresa a estos agentes.
3. Aumento del endeudamiento ha sido un fenómeno generalizado en los últimos años, aunque hay grandes diferencias entre países.

Debt grew in most mature economies

Domestic private and public sector debt¹ by country
% of GDP



■ Rapid growth
■ Moderate growth
■ Slow/negative growth

	CAGR ² , %		Change, p.p. 2000-08
	1990-00	2000-08	
Japan	1.2	0.5	19
UK ³	3.3	5.2	157
Spain	4.1	7.4	150
S. Korea	4.3	4.2	93
France	1.2	3.9	83
Italy	2.9	3.1	64
Switzerland	N/A	0.8	17
US	0.6	3.5	70
Germany	5.6	0.3	7
Canada	0.3	1.5	28

1 "Debt" is defined as all credit market borrowing including loans and fixed-income securities.

2 Compound annual growth rate. Where data are unavailable, the longest possible period is used.

3 Even after removing foreign lending by UK banks, UK debt/GDP remains higher than every country except Japan.

SOURCE: Central banks; Haver Analytics; McKinsey Global Institute

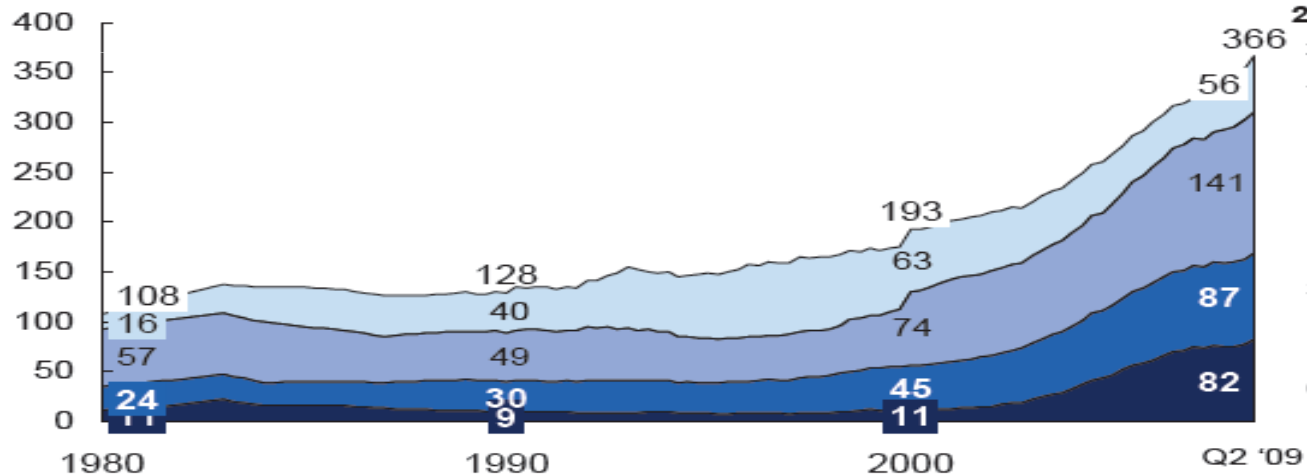
Endeudamiento - España

- El único agente económico que no aumentó su endeudamiento fue el sector público.
- Las políticas de superavit han permitido apoyar a la economía en época de crisis.

Exhibit A.10

Spain's debt has grown rapidly since 2000 in spite of significant government debt reduction

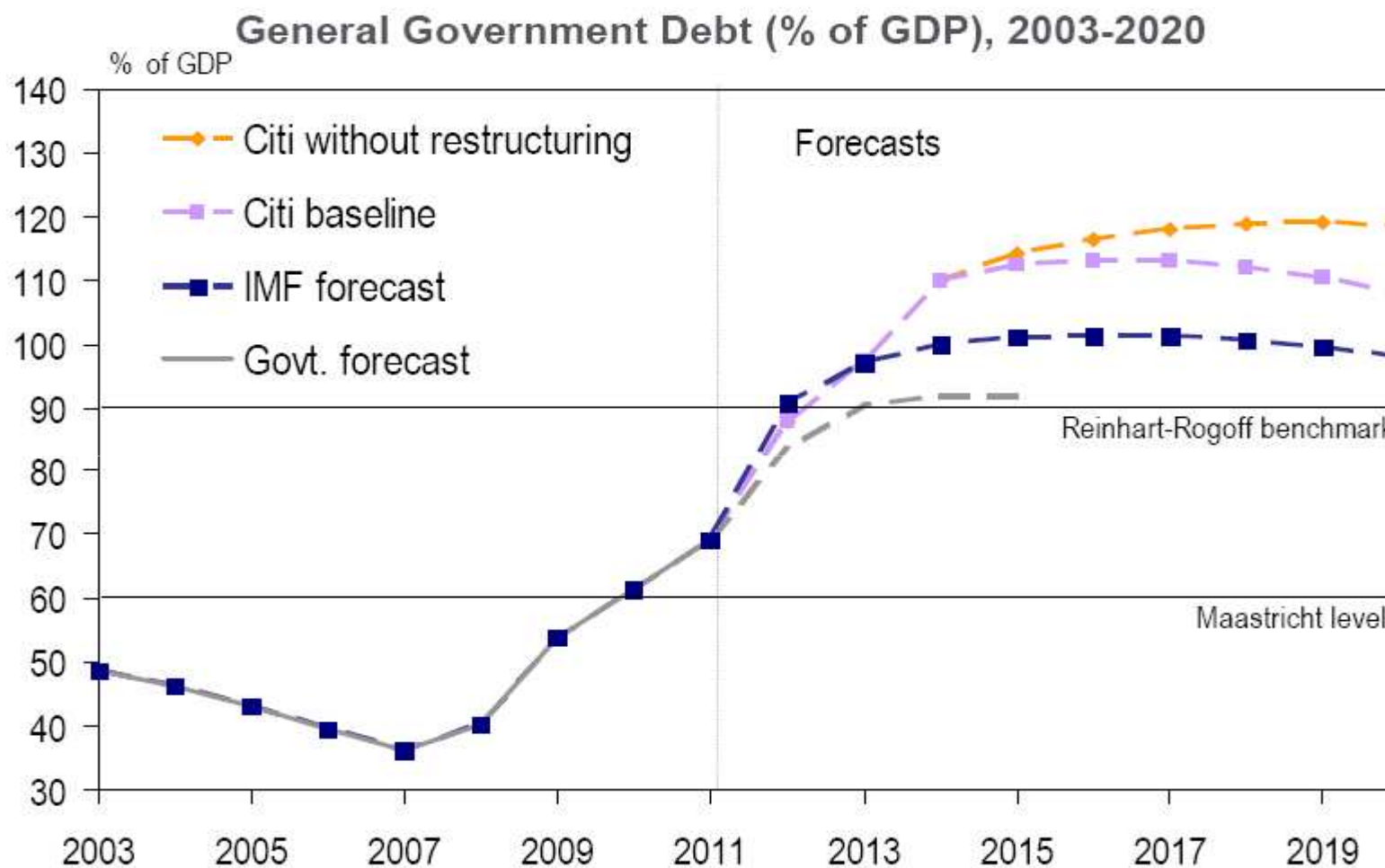
Spain debt¹ by sector, 1980-Q2 2009
% of GDP



CAGR ² %	Change % of GDP	
	1980-2000	2000-2008
2.9	7.4	150
7.2	-3.6	-16
1.3	8.0	62
3.2	8.3	40
0.0	26.8	64

1 Includes all instruments that constitute direct credit market borrowing (includes all bond market borrowing and commercial paper); excludes asset-backed securities to avoid double counting of the underlying loan.
2 Compound annual growth rate.

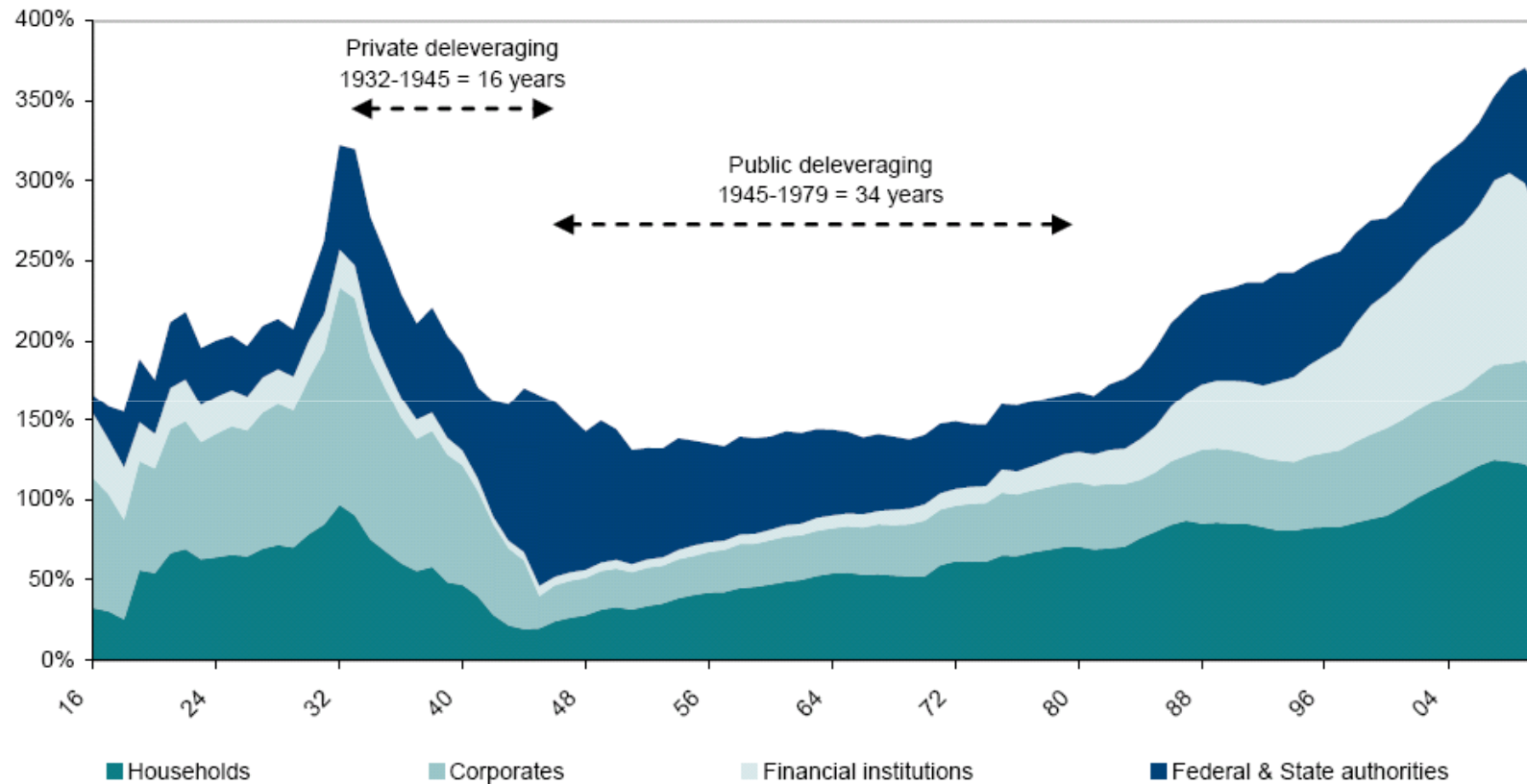
SOURCE: Haver Analytics; McKinsey Global Institute



- Nivel de endeudamiento seguirá subiendo en próximos años ...
- Incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas seguirá durante este año.

Desapalancamiento

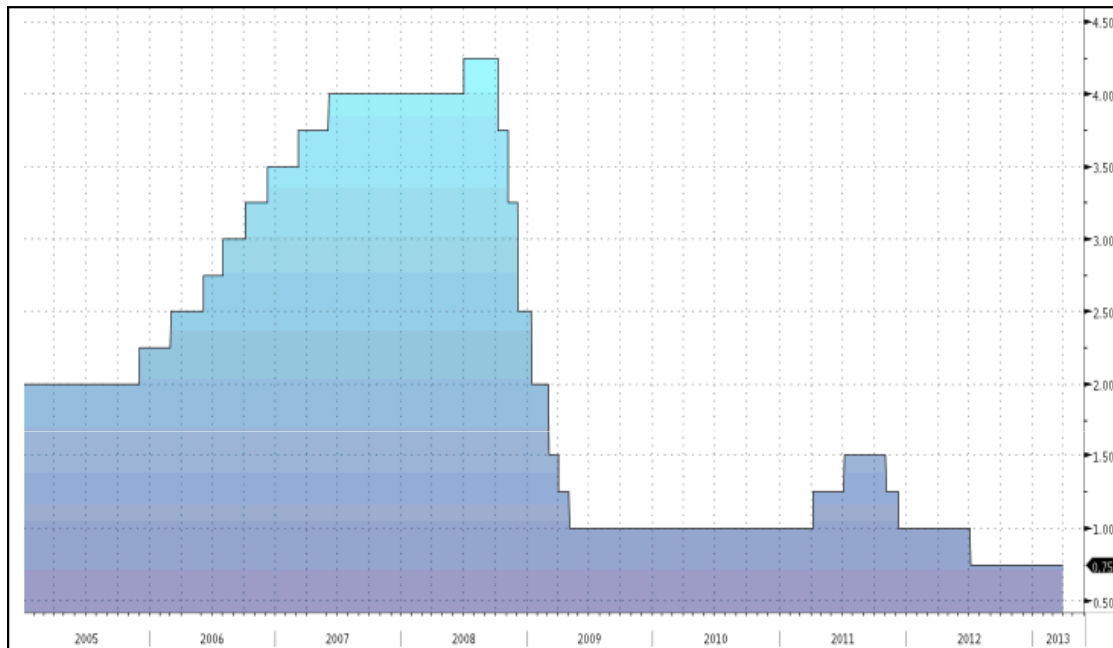
US debt (% of GDP)



Source: *The Historical Statistics of the United States, Fed, Exane BNP Paribas*

- Desapalancamiento de la economía no es un proceso de 1 año ...

Tipos de intervención BCE



Tipos de interés excepcionalmente bajos mediados hasta 2015.

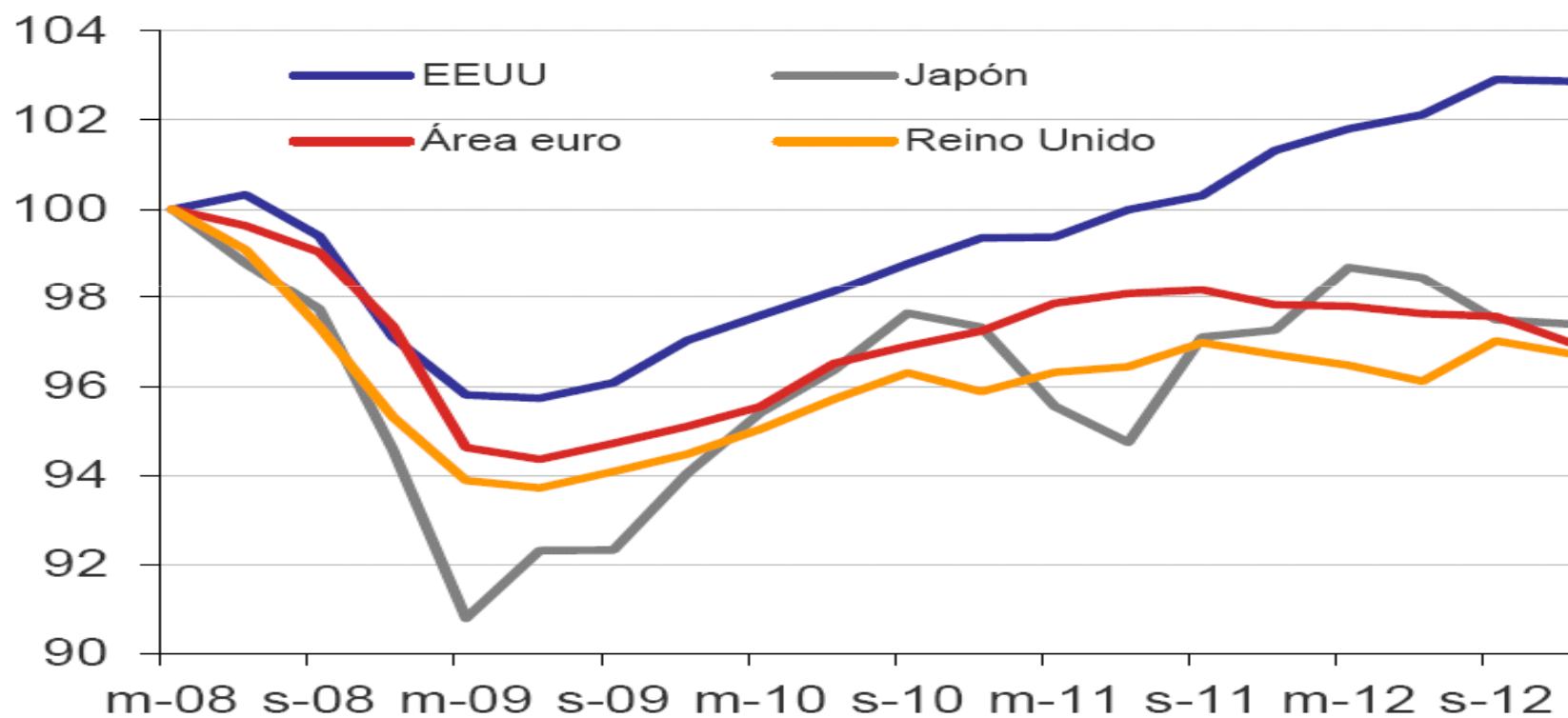
- Como bajamos el endeudamiento??

1. Crecimiento real de la economía
2. Crecimiento nominal via inflación
3. Default.

→ Opción elegida??

Crecimiento económico – países G4

PIB en G-4 (EEUU, Japón, Área euro y Reino Unido; MAR 08 = 100)



USA: mercado inmobiliario repuntando

Viviendas iniciadas y permisos de construcción
(miles de viviendas, dato anualizado)



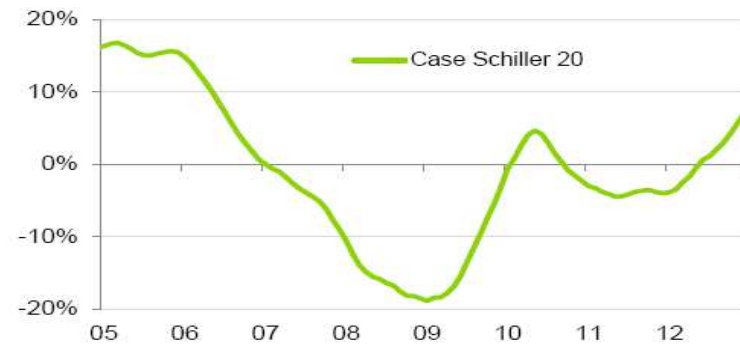
Ventas de viviendas en EEUU
(miles de viviendas, dato anualizado)



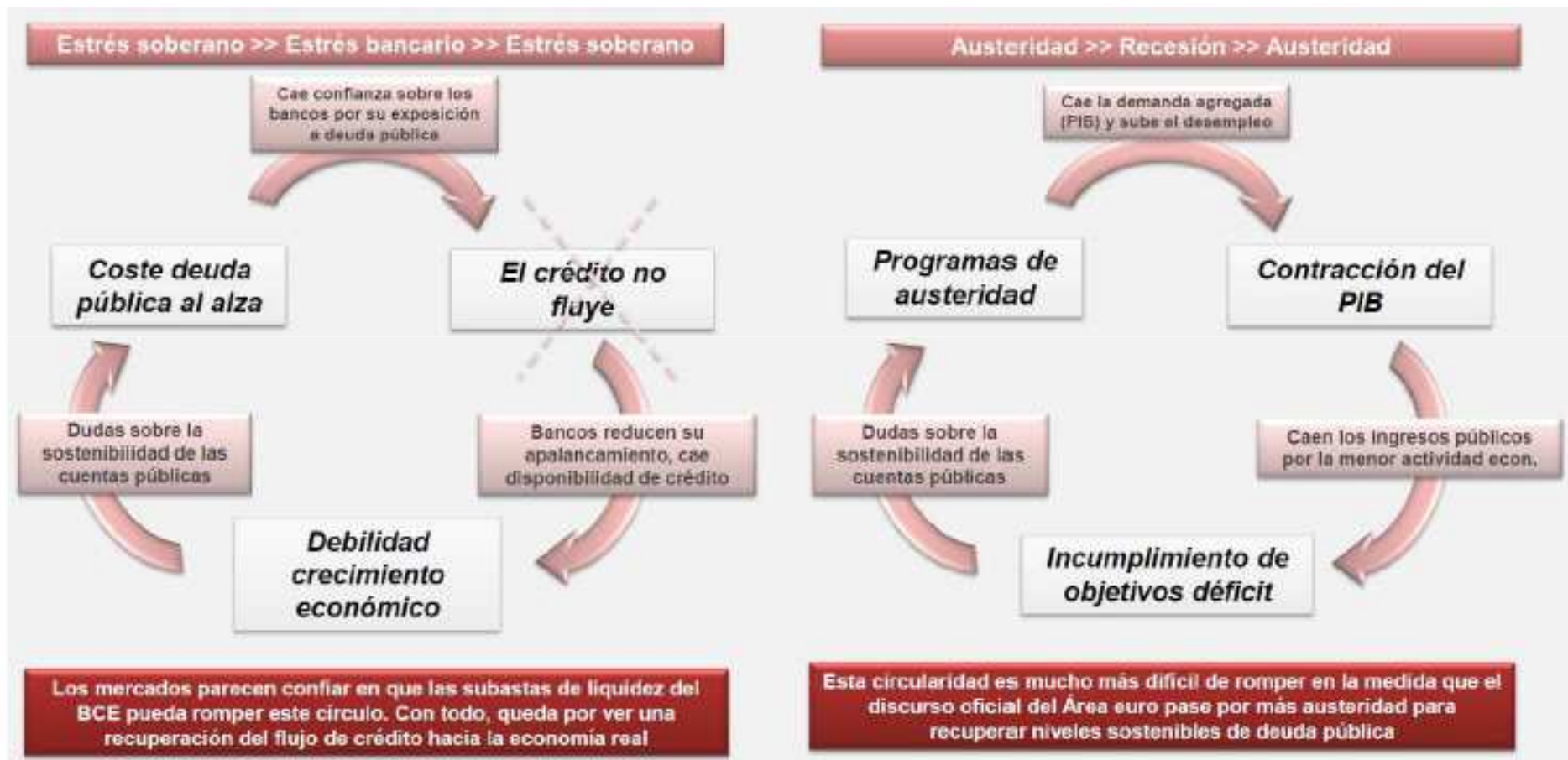
Tipos hipotecarios en EEUU (%)



Precios de la vivienda en EEUU (tasas interanuales)

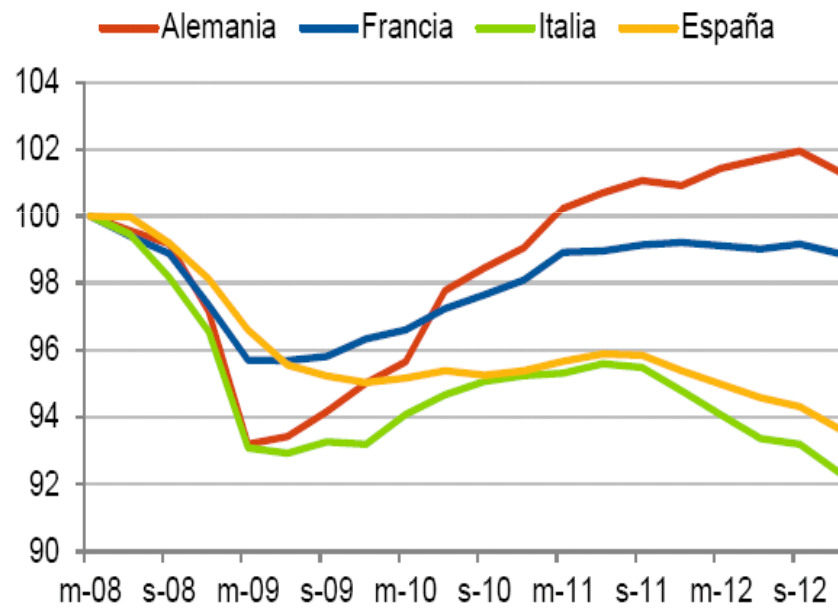


Los círculos viciosos en Europa

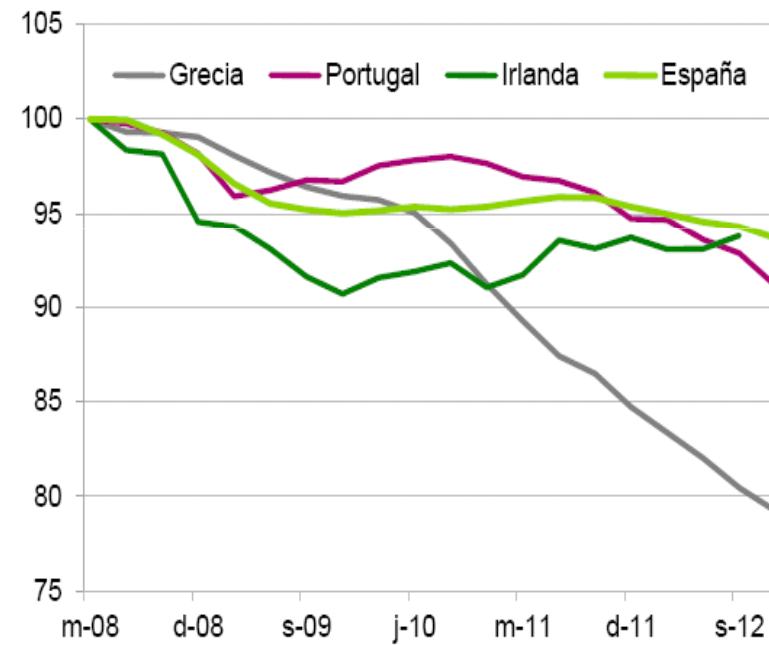


Crecimiento económico Europa: Europa

PIB en Alemania, Francia, Italia y España.
Base 100: MAR 08



PIB en Grecia, Irlanda, Portugal y España
Base 100: MAR 08

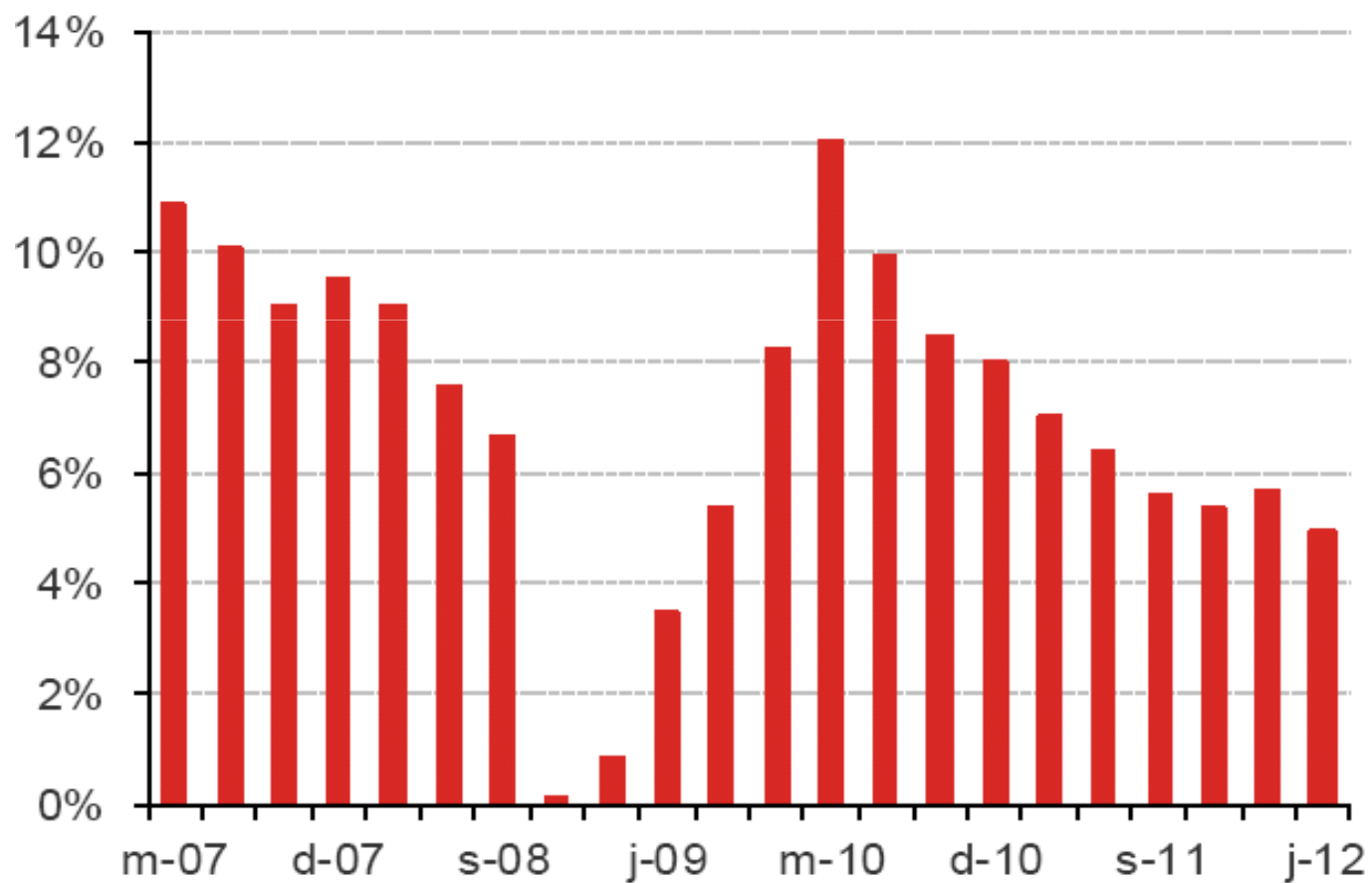


Diferencia de tipos de interés de España y Alemania (10 años)

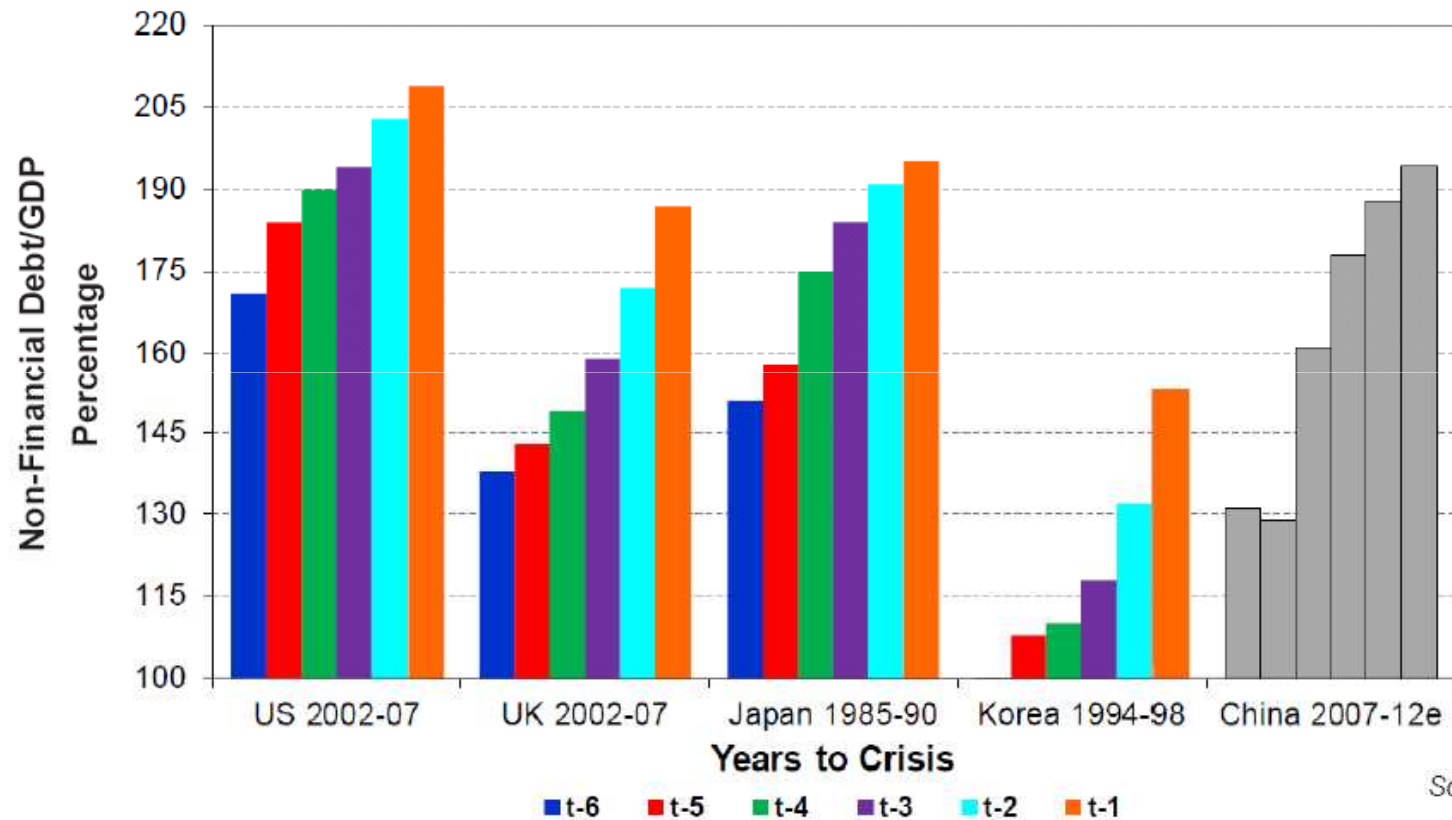


Emergentes: desaceleración económica

Crecimiento del PIB en los BRIC
(tasa trimestral anualizada)



Burbujas de crédito pasadas .



Source: Fitch

- Crecimiento fuerte del crédito precede a las burbujas ...
- No tiene por qué ser en el caso de China; pero en todo caso, este escenario de tipos 0 provoca desequilibrios a nivel internacional.

Evolución de las bolsas

- La bolsa hoy está por debajo de los niveles a los que cotizaba en 1.998 ...
- ... mientras que **los beneficios de las sociedades hoy son bastante mayores a los de 1.998.**
- Hasta hoy, **los flujos de fondos han ido mayoritariamente a la renta fija y NO a la renta variable.**
- Es posible que con los tipos actuales haya inversores (fondos de pensiones) que empiecen a comprar bolsa en detrimento de la renta fija ya que las rentabilidades de ésta son muy bajas.

Eurostoxx 50 1998 - 2013

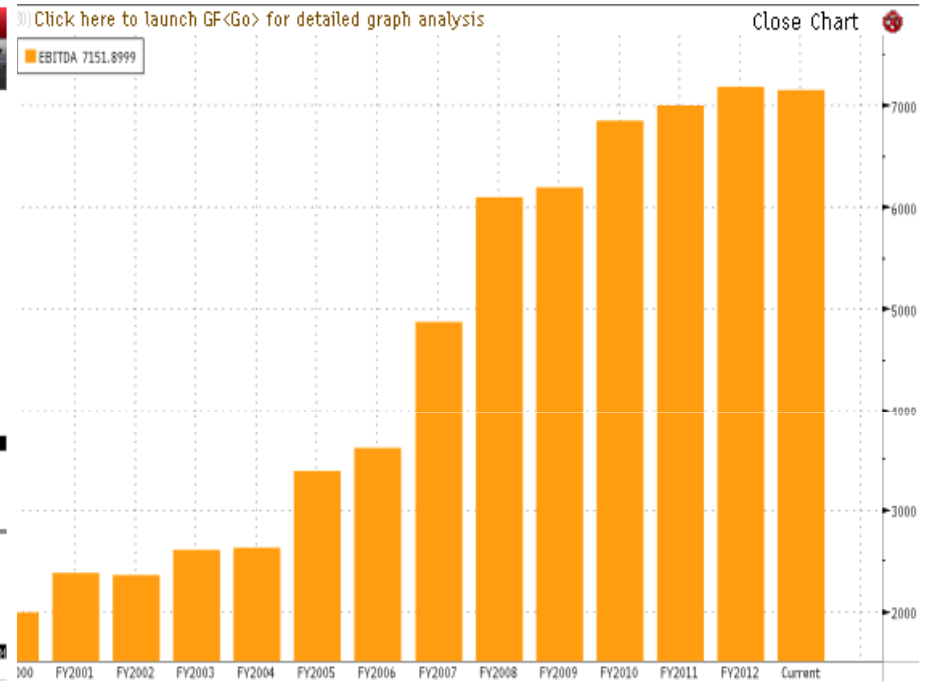


Ejemplo: Iberdrola

Cotización IBE 1998-2013



Bº operativo IBE 1998-2013



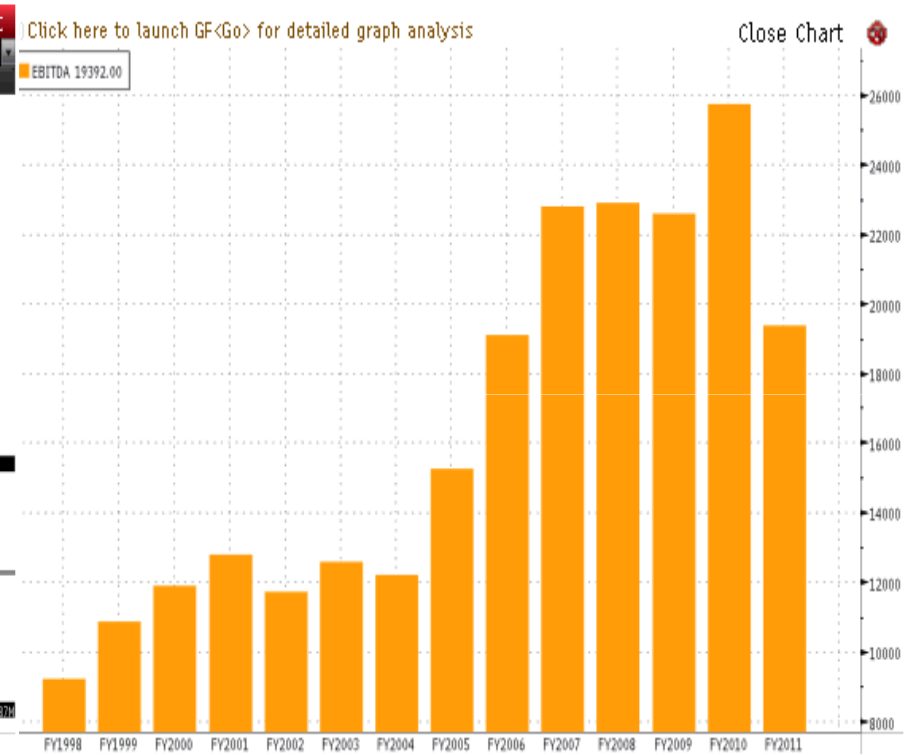
- Desviación entre la cotización y los beneficios empresariales.

Ejemplo: Telefónica

Cotización TEF 1998-2013



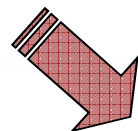
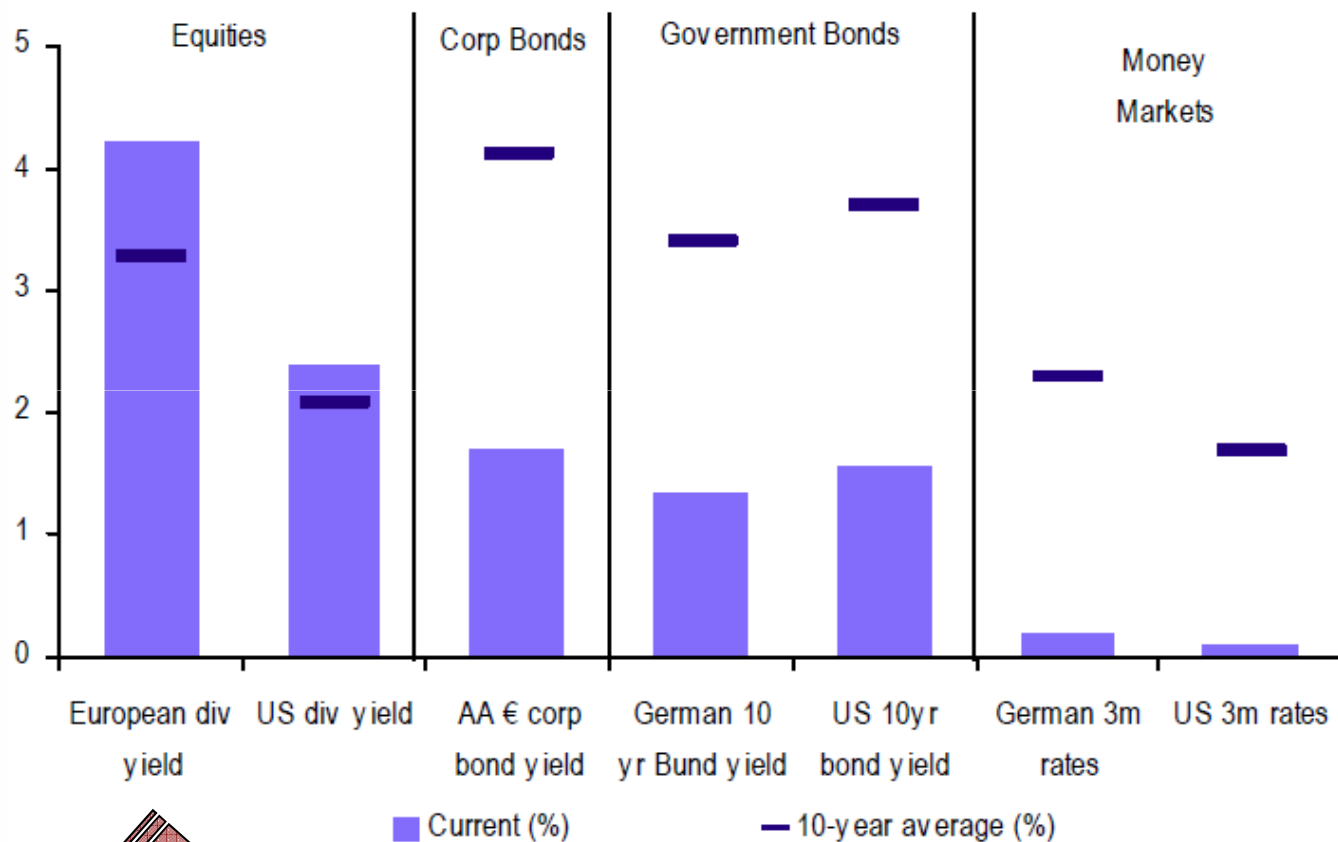
Bº operativo TEF 1998-2013



- Desviación entre la cotización y los beneficios empresariales.

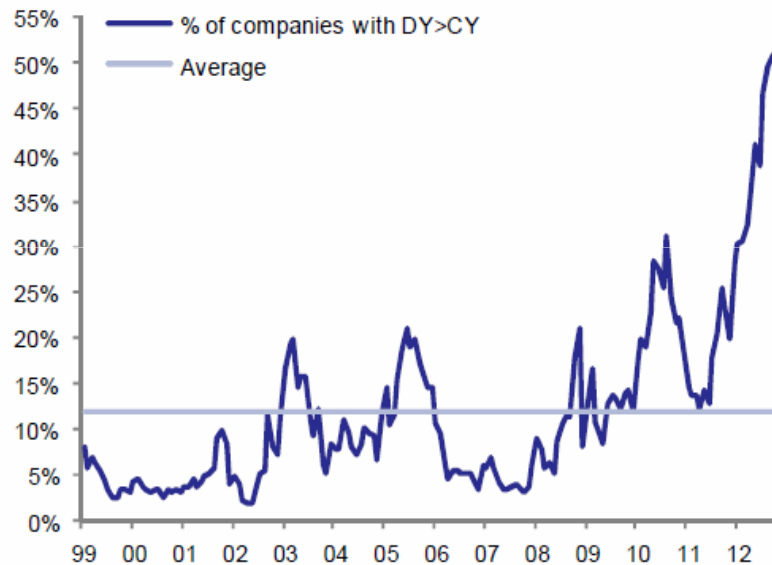
Ausencia de alternativas de inversión

Rentabilidad actual vs media de últimos 10 años.



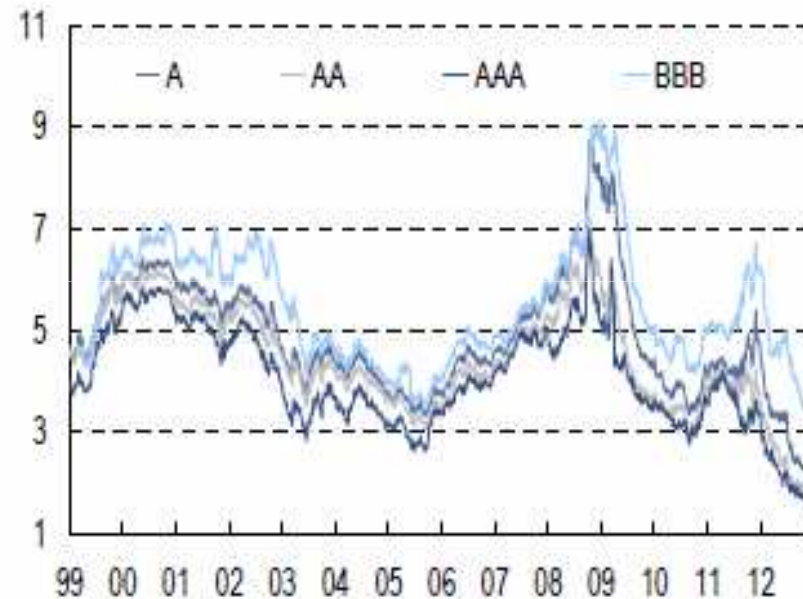
Situación actual favorece la inversión en renta variable.

Compañías cuyo dividendo es mayor que el interés del bono.



Source: Datastream, Goldman Sachs Global ECS Research.

Coste de financiación de compañías



Source: DataStream and Citi Research; * = European Corporate Bond Yields.

Comportamiento diferente USA - Europa

Range 12/31/2007 - 03/29/2013 Period Monthly No. of Period 63 Month(s)

Security	Currency	Price Appreciation	Total Return	Difference	Annual Eq
1. SX5E Index	EUR	-40.36%	-24.70%	-44.81%	-5.26%
2. SPX Index	USD	6.87%	20.10%		3.55%
3. IBEX Index	EUR	-47.83%	-32.75%	-52.85%	-7.28%



Renta Fija: comportamiento muy positivo

Renta Fija a largo plazo: última década: +142%. Comportamiento espectacular e irrepetible

Range 12/31/1999 - 03/29/2013 Period Monthly No. of Period 159 Month(s)

Security	Currency	Price Appreciation	Total Return	Difference	Annual Eq
1. SXXP Index	EUR	-22.59%	19.13%	-122.95%	1.33%
2. EUG5TR Index	EUR	142.08%	142.08% **		6.90%
3. IBEX Index	EUR	-31.97%	7.27%	-134.81%	.53%

** No dividends or coupons



Tipos de interés bono 10 años Alemania

¿Activo refugio??

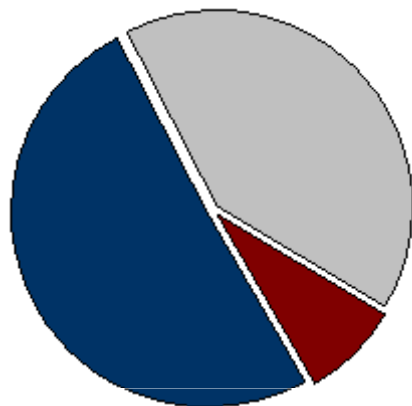


- No lo voy a saber.
- Como tampoco sé que va a hacer el tipo de cambio, o un índice....
- Es una pregunta tonta y si la respondo, mi contestación será igualmente tonta.
- **ESPECULAR = Predecir la opinión del mercado** sobre un valor en el corto plazo.
- No tenemos buenos mecanismos de predicción en el corto plazo.
- *“Cuando va a suceder lo inevitable, sucede lo imprevisto”. (Keynes)*

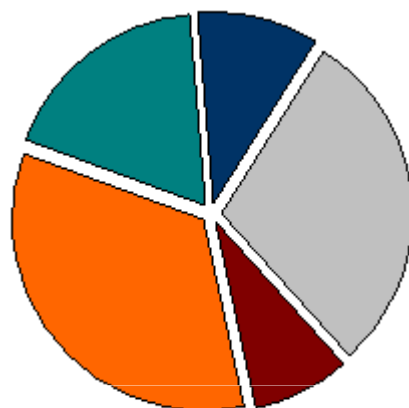
- Nos centramos en “invertir”, que no en “especular”.
- Establecer estrategias y vigilar el mercado. Preguntas:
 - Plazo.
 - Cuanto riesgo acepto.
 - Activos aptos según mi perfil.
- El mercado me dará oportunidades de inversión que puedo aprovechar.
- Construir una estructura de rentabilidad de la cartera.

Idea 1: Dieta Mediterránea

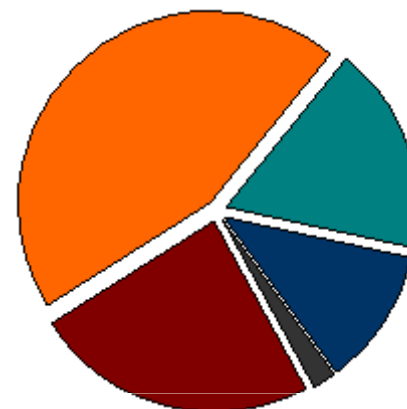
31/12/07



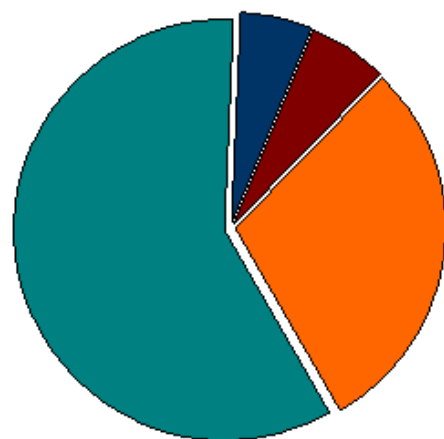
31/12/08



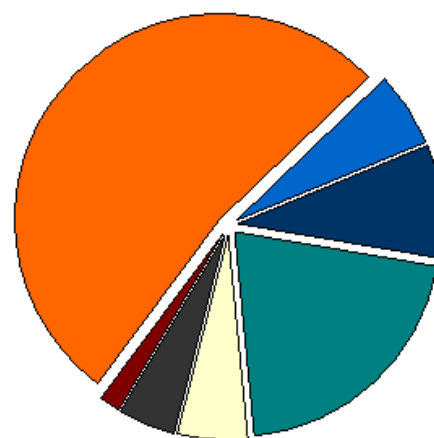
31/12/09



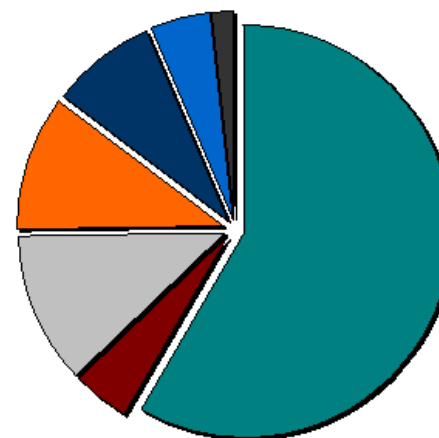
31/12/2010



31/12/2011



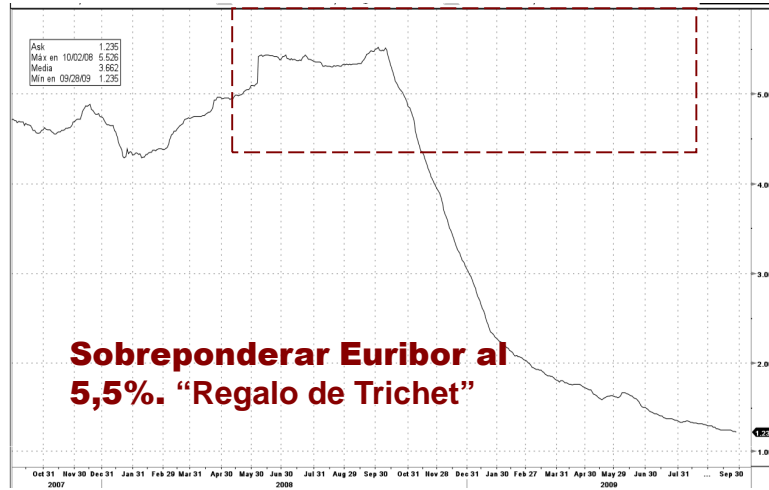
31/12/2012



- Depósitos
- Deuda Pública
- Divisas
- Long/Short (RV & RF)
- Renta Fija Corporativa
- RF No Euro
- Repo
- Pagarés

Idea 2: Si el mercado se pone a tu favor...

Euribor 2007-2009



Itraxx- spread



Eurostoxx 50



Prima de riesgo española

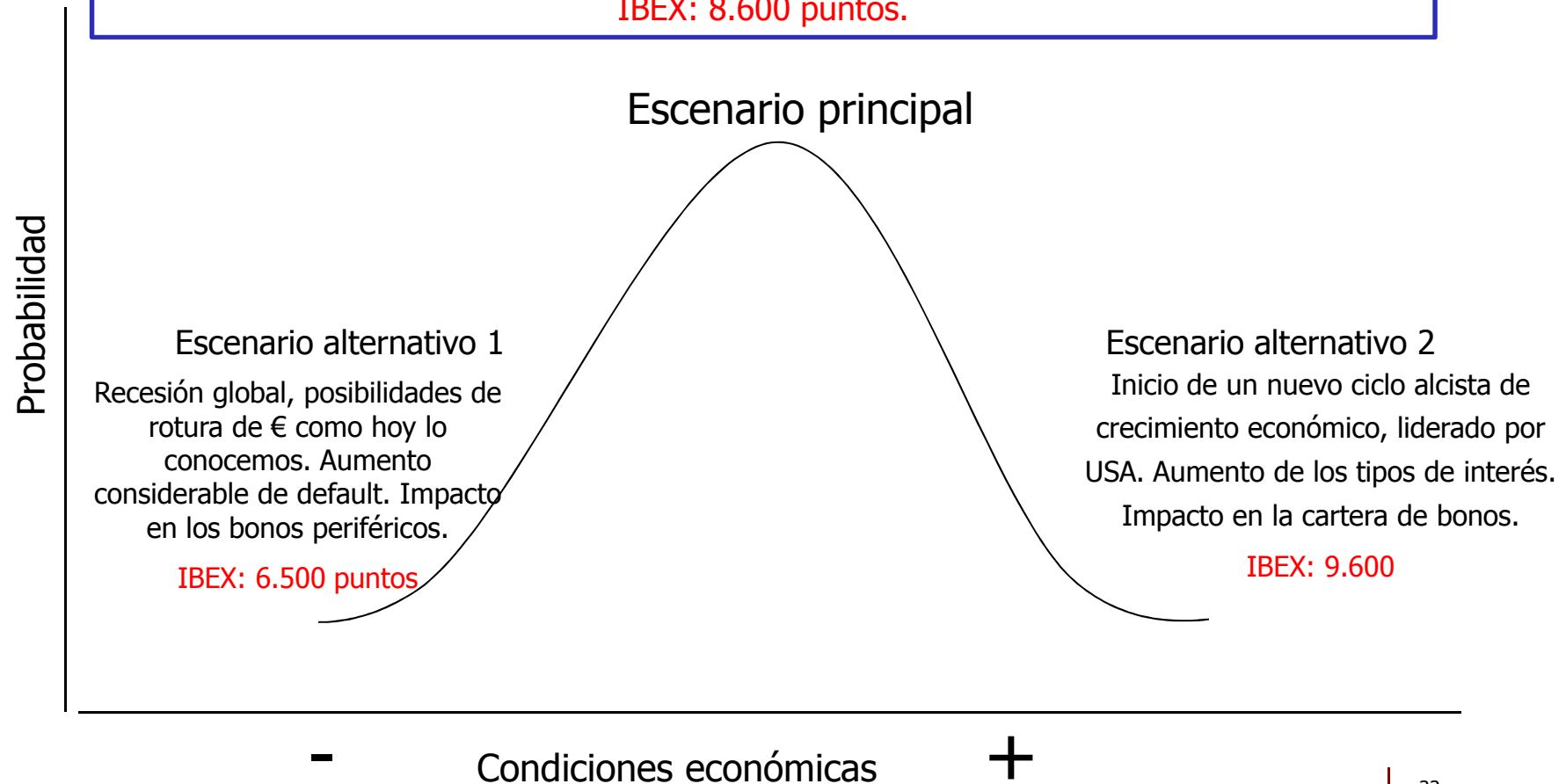


Idea 3: Gestión a LP, "Pensar lo impensable"

Escenario base 2013: Moderación del riesgo soberano. Progresiva reapertura de mercados de financiación.

Crecimiento global moderado, liderado por emergentes y EEUU, mínima recuperación en la Eurozona, con España aún en recesión (PIB 2013e -1,8%).

IBEX: 8.600 puntos.



- Los precios actuales reflejan una prima de riesgo muy alta (consecuencia de las crisis que hemos sufrido).
- Una normalización de la situación económica debería apoyar la entrada de dinero en las bolsas vía una menor prima de riesgo.
- Evitar invertir en compañías con mucha exposición a España: Emergentes>Europa>España.
- Tipos bajos, menor crecimiento económico y situación saneada de las compañías va a posibilitar muchos movimientos corporativos.
- La dinámica de emergentes en cuanto a potencial de crecimiento, población, productividad, posición saneada del Estado ... nada tiene que ver con Europa, USA y Japón.
- Tipos de interés bajos continuarán en 2013 debido a la imposibilidad de subir tipos ante la frágil situación económica.

Muchas gracias por su atención!!!!

The image shows a screenshot of a Facebook page. At the top, the Facebook logo and search bar are visible. The page name is 'El Raconet Econòmic de Fe...' with a dropdown menu showing 'Biografía' and 'Ahora'. There is a 'Panel de administración' button. The cover photo is a cartoon illustration of several men in suits, some holding money and others looking distressed. A 'Cambiar portada' button is in the bottom right of the cover photo. Below the cover photo is a profile picture of a man with glasses eating a coin. The page name 'El Raconet Econòmic de Felip Sánchez' is displayed, along with 'A 167 personas les gusta esta página · 22 personas están hablando de esto'. There is a 'Te gusta' button and a settings icon. Below the page name, there is a bio: 'Profesor. Pàgina de divulgació i debat econòmic moderada per l'economista valencià Felip Sánchez. Ací podrem parlar de borsa, empresa i de política econòmica. Sempre dins del respecte. Benvinguts a tots i feliç negoci!!!'. At the bottom, there is a '167' likes button and a dropdown menu. A URL is partially visible at the bottom left: 'om/photo.php?fbid=543027795741391&set=a.543027792408058.1073741826.104564409587734...'.

➤ **Felipe Sanchez Coll** | Asesor de Inversiones

Tel.: **+34 96 173 80 50** | Fax: +34 96 172 46 17
fsanchezcoll@renta4.es | www.r4.com

➤ Renta 4 Banco, S.A.
Passatge de L'ullal nº 2 - Bajo
46400 Cullera (Valencia) | Spain

renta4banco
Cullera