



ORFEO
CAPITAL

House View

Octubre 2019

Tabla de contenidos

Key views

Análisis macroeconómico

Datos Consumo

Confianza del consumidor

PMI Manufacturero

Tasa de desempleo

PIB

Masa monetaria

Petróleo

Deuda soberana

Tipos de interés

Divisa

Mercado

Europa

Hay una manifiesta debilidad de la economía en su conjunto que no va a afectar a todos los países por igual.

La altísima deuda de Francia y sobre todo Italia y España, van a hacer muy difícil tomar las medidas fiscales demandadas por el BCE, y que Alemania ha demostrado estar dispuesta a implementar.

Brexit

Descartamos un hard Brexit o una salida "por las bravas" del Reino Unido de la UE. Es más, descontamos unas nuevas elecciones en UK, aunque con un futuro parlamento de composición igual o más complicada que en la actualidad.

Si ganan los Torys con una mayoría suficiente, cosa que consideramos altamente improbable, se produciría un hard-Brexit, pero si ganan o al menos son las que pueden formar gobierno, las fuerzas hasta ahora opositoras, prevemos un escenario bastante convulso, dadas las discrepancias incluso entre las fuerzas laboristas.

Consideramos que se celebrará un nuevo referendum de permanencia en la UE. Mientras tanto, las tensiones se trasladarán a la economía, no solo inglesa sino incluso europea.



Guerra comercial

La guerra comercial se está librando en varios frentes y con distintas armas. Una de ellas son los aranceles impuestos por los americanos a productos chinos y europeos y su réplica. Y la otra la guerra de las divisas, que afectan de manera clara a las exportaciones.

Descontamos un escenario sin un acuerdo pleno comercial antes de las próximas elecciones presidenciales americanas de noviembre de 2020, pero con significativos avances en las negociaciones, acompañados de anuncios intermedios contradictorios que provoquen serias volatilidades en el mercado.

Divisas

Libra esterlina. Descontamos una libra débil con momentos de aumento de la fortaleza a medida que se vayan descartando las posibilidades de un hard-Brexit

US Dólar. Creemos en un escenario donde el EUR/USD se mueva en un rango entre el 1.08 y 1.15, siendo el motivo de su debilitamiento los claros síntomas de debilidad de la economía europea, más profundos que los de la americana, acompañados por las más que posibles proyecciones de un nuevo programa de QE.

Yuan. Los avances en los acuerdos comerciales van a venir acompañados de un fortalecimiento progresivo pero controlado del Yuan respecto al USD.

Estímulos monetarios

EE.UU. Descontamos dos bajadas de tipos en EEUU de 25p.b cada una en los próximos seis meses

Zona Euro. Entendemos que no hay margen para seguir bajando los tipos y que el BCE fiará todas sus medidas a estímulos monetarios, manteniendo la recompra de bonos anunciada, incrementando los límites por países hasta ahora vigentes.

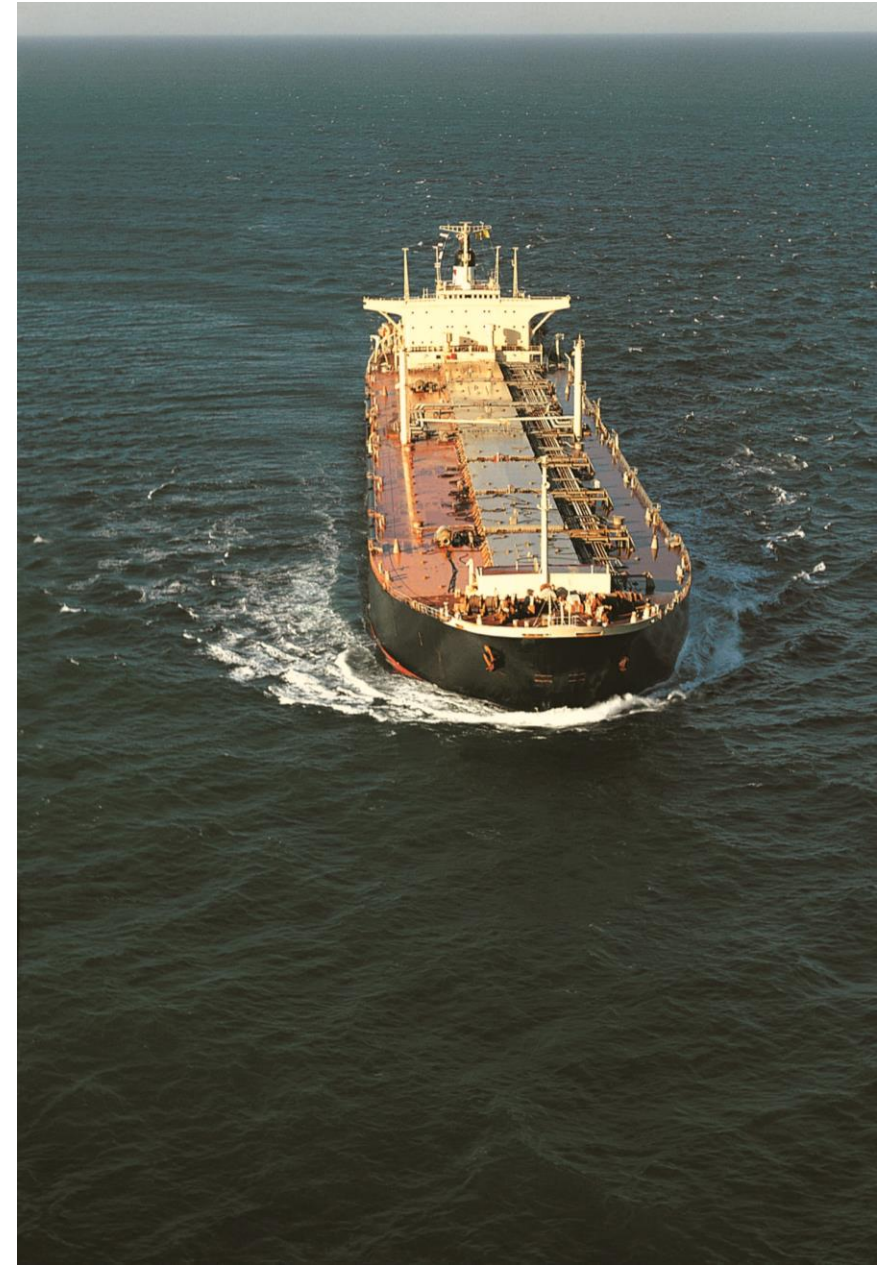
Renta Fija

Europa. Entendemos que las posibilidades de seguir ganando dinero en Europa con Renta fija, ya bien sea corporativa a soberana se han puesto cuando menos muy costosas en términos rentabilidad riesgo.

Las duraciones medias deben ser cortas, nunca por encima de cinco años.

La posibilidad de obtener algo de beneficio a corto y medio plazo las confiamos a CoCos⁽¹⁾, asumiendo el riesgo que aportan estos, al afectar gravemente al sector bancario un escenario de tipos a la baja.

⁽¹⁾ Bonos contingentes convertibles. Emisión híbrida de deuda, emitida por los bancos, cuya característica es la posibilidad que ante determinadas situación sea convertida por el emisor en capital, por lo que tiene la categoría de Nivel 1 de capital adicional (AT1).



Key views

Equity

Entendemos que las valoraciones actuales de los índices no responden al valor otorgado mediante descuento de flujos de caja de los resultados de las empresas que configuran tales índices.

Ciframos el valor relativo lógico del S&P 500 en una banda de entre 2.450 y 2.600, y el EuroStock 50 en una banda entre 3.000 y 3.200.

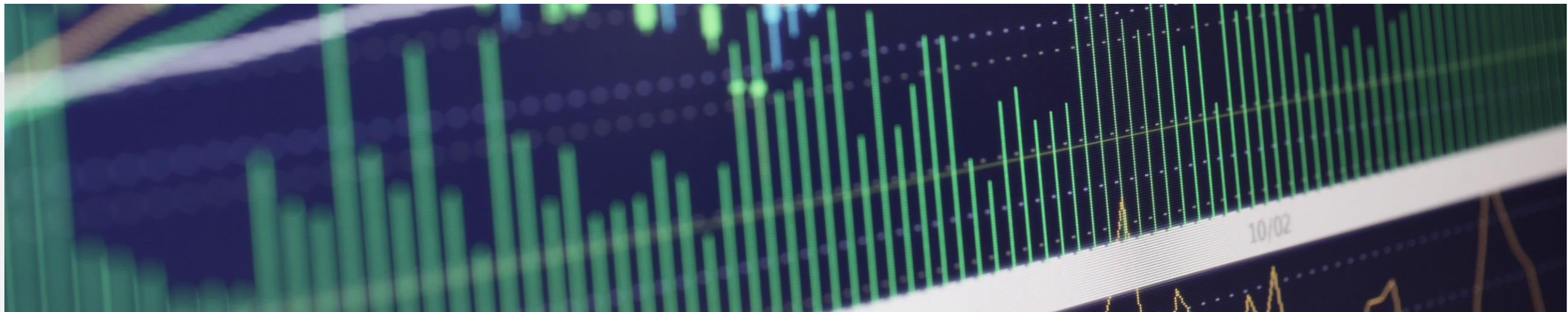
La diferencia entre el valor teórico y el valor real de las acciones es debido al "dopaje" que provoca en el mercado el exceso de liquidez que existe en el mercado, que no sabe donde ir, ante la "burbuja" de la renta fija.

Descontamos un S&P500 en canal entre 2.850 y 3.100, con una alta volatilidad en los valores y un EuroStock 50 entre 3.400 y 3650

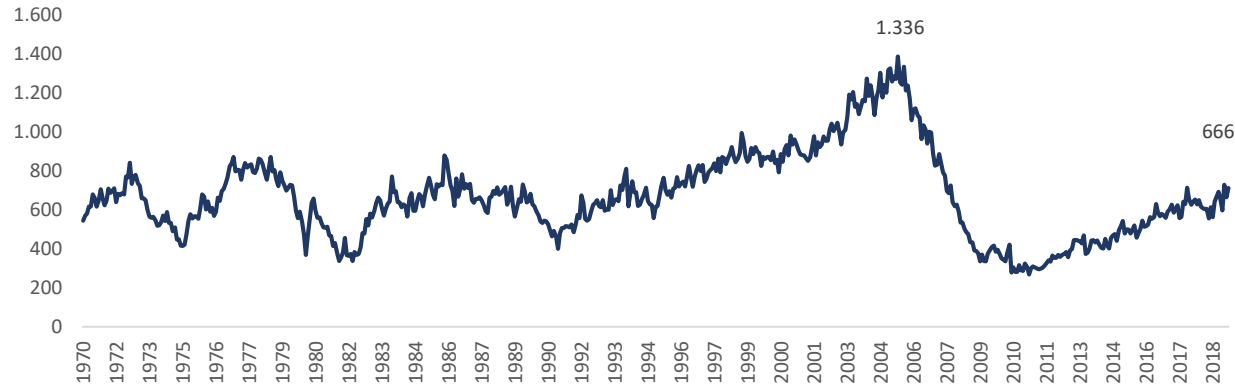
Se debe ser muy activo buscando oportunidades dentro del canal pero solo entre valores saneados cuyas caídas son debidas a penalizaciones extrínsecas del mercado.

Metales preciosos

Entendemos que el oro al ser considerado un mercado refugio está muy caro y desaconsejamos en el medio y largo plazo su adquisición.

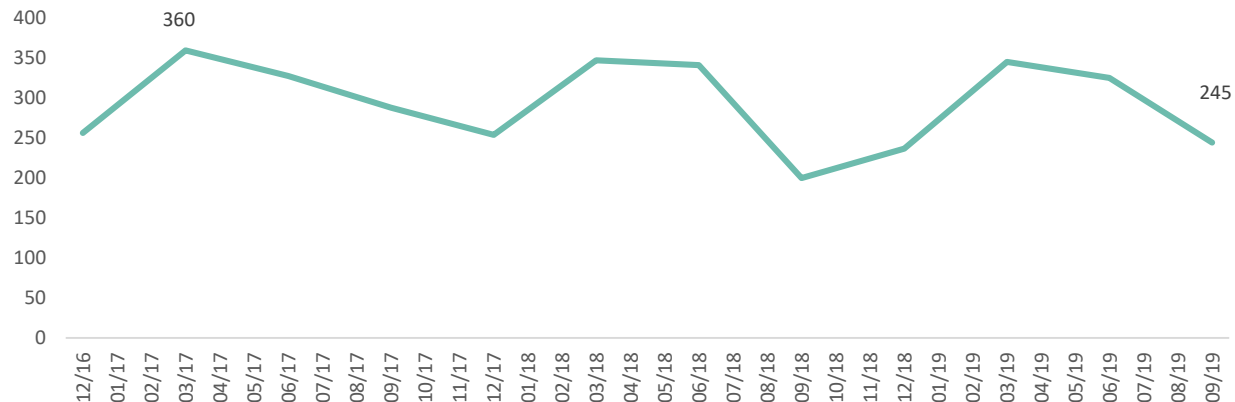


Evolución mensual nuevas casas vendidas en USA (1970 -2018)



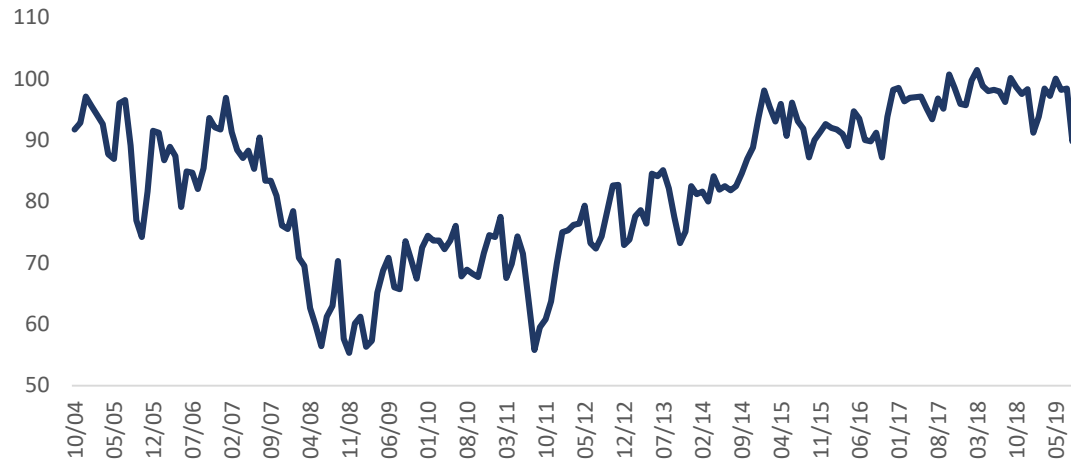
- La evolución de la venta de viviendas en USA, si bien no ha tocado los rangos de la anterior burbuja inmobiliaria manifiestan una tendencia de crecimiento a la de la década de los '90.
- Nada de esto, y sobre todo viniendo desde donde se viene hace pensar en otra burbuja inmobiliaria.

Evolución mensual nuevos coches registrados en Alemania (2016 -2019)



- La tendencia en la venta de coches, el sector que más claramente refleja el consumo cíclico manifiesta una clara debilidad desde principios de año.
- La guerra comercial, junto con el final de la fase expansiva influyen en la venta de coches en la primera economía europea.

Evolución mensual índice de confianza del consumidor USA (2004-2018)

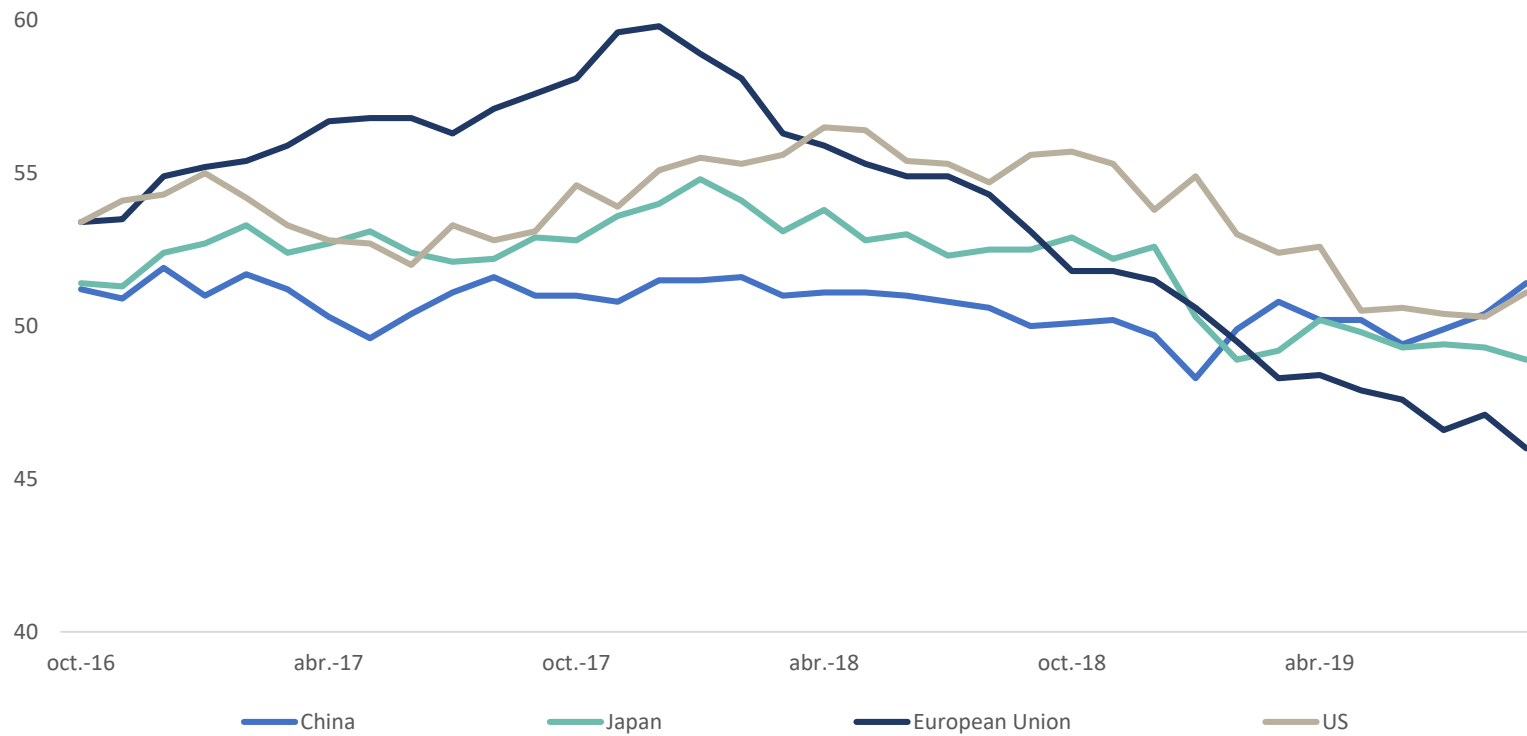


Evolución mensual índice de confianza del consumidor Reino Unido (2004-2018)



- La evolución de los índices de confianza del consumidor han manifestado una tendencia alcista desde que finalizó la segunda crisis reciente, la del 2010-2011, pero desde principios del '17 esta tendencia alcista se amortiguó hasta empezar a dar signos de caída desde mediados del 2018.
- El índice de confianza del consumidor no está muy boyante desde antes del referéndum del Brexit en junio de 2016, pero desde entonces no ha levantado cabeza.
- Todos los informes elaborados por independientes o por incluso el gobierno indican una pérdida de PIB de entre 4 y 6 puntos si el Brexit se materializa, y esto se está reflejando en una economía que se está sustentando en las exportaciones gracias a la debilidad de la libra, por las consecuencias negativas de la salida de la UE.

Datos trimestrales de PMI manufacturero



- Los índices de compras de productos industriales llevan todos en descenso desde principios del 2018, lo cual es un signo clarísimo de debilidad de la economía.
- Europa manifiesta una debilidad que tiene síntomas de convertirse en estructural.

Análisis macroeconómico

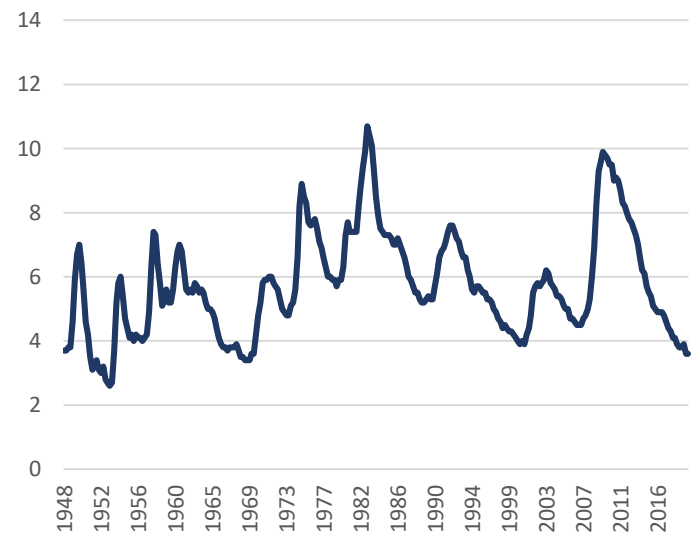
Tasa de desempleo

- **La Tasa de desempleo en USA.** Está próxima a los rangos jamás vistos, y en cifras consideradas como cifras de desempleo estructural.
- **Tasa desempleo España.** Las cifras de desempleo bajaron gracias a la reforma laboral que permitió que se haya recuperado parte del empleo perdido y a la vez que se ha conseguido que se cree empleo con tasas de crecimiento de PIB inferiores al 2.3

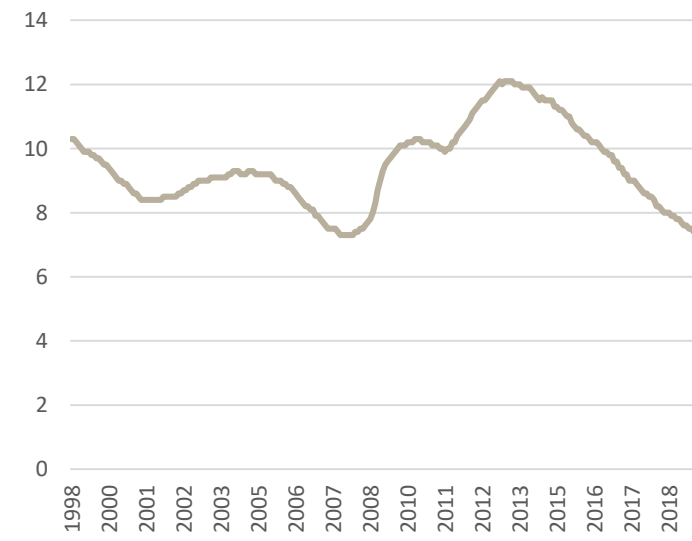
- **Zona Euro.** Debemos hablar de diferentes velocidades. Mientras que la economía alemana esta en cifras de desempleo consideradas como estructurales, en países como España o Grecia, estas cifras todavía se encuentran muy elevadas, haciendo pensar que estamos muy lejos de una situación óptima de empleo.

Tasa de desempleo

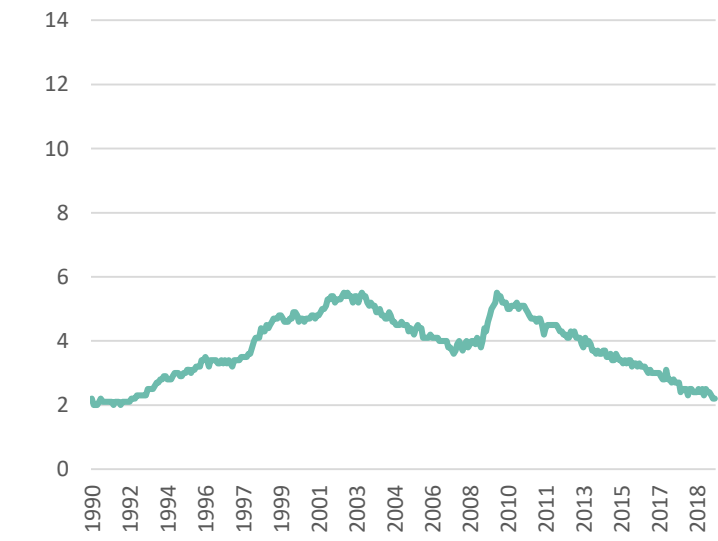
USA (1948 - 2019)



Zona Euro (1990 - 2019)



Japón (1990 - 2019)



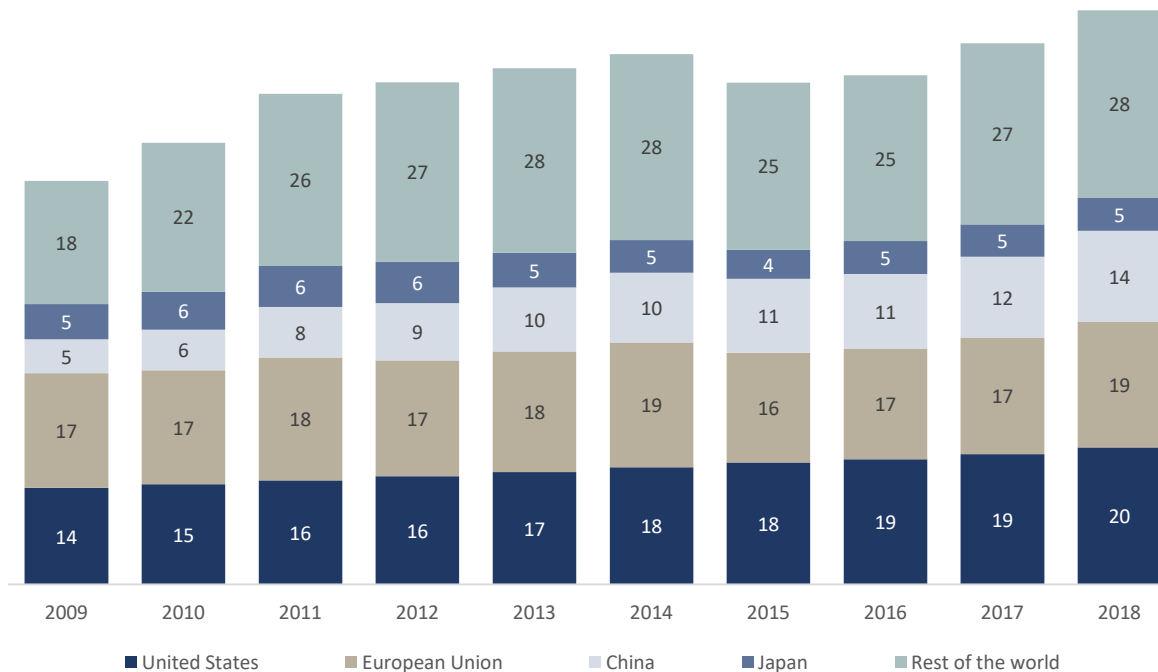
Análisis macroeconómico

PIB

- **PIB Mundial.** En escasamente diez años el PIB mundial agregado ha crecido casi un 46%, demostrándose que hemos completado la fase expansiva de ciclo más larga de la historia.
- China se ha convertido en la tercera economía mundial, después de USA y la UE, y es de esperar que antes de 2025 ocupe el primer lugar.

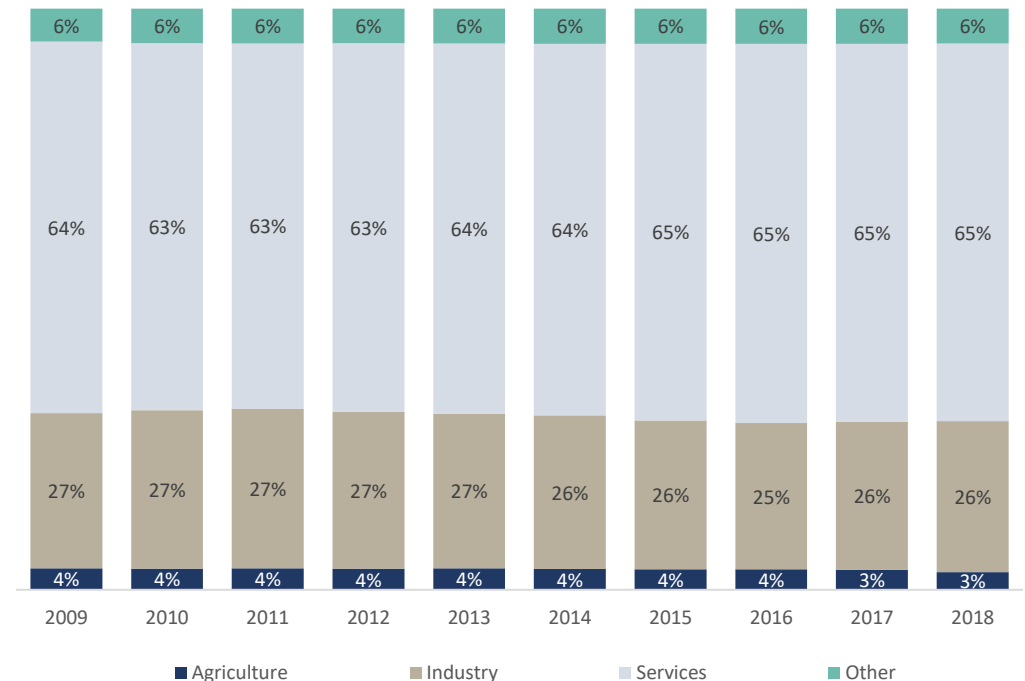
- El crecimiento porcentual ha venido de economías emergentes, que han multiplicado por 1,5 su crecimiento y por China que en solo diez años ha crecido un 180%, casi dos veces el PIB de solo diez años atrás.

Evolución PIB mundial (2009 -2018)



Fuente: World Bank
Ud: USD Trillion

Evolución PIB mundial por sectores (2009 -2018)



Fuente: World Bank
Ud: %

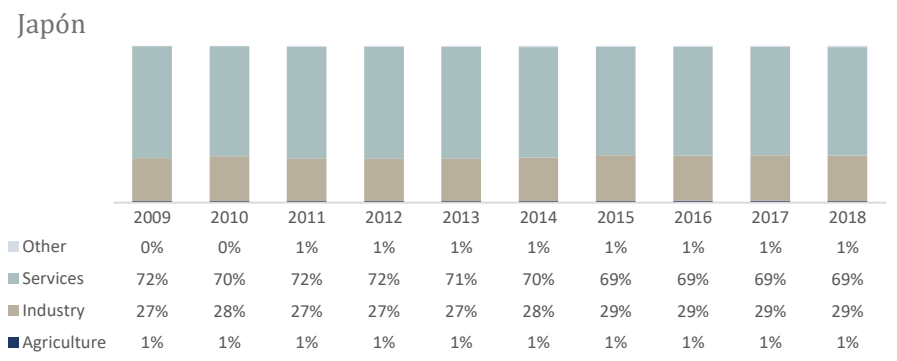
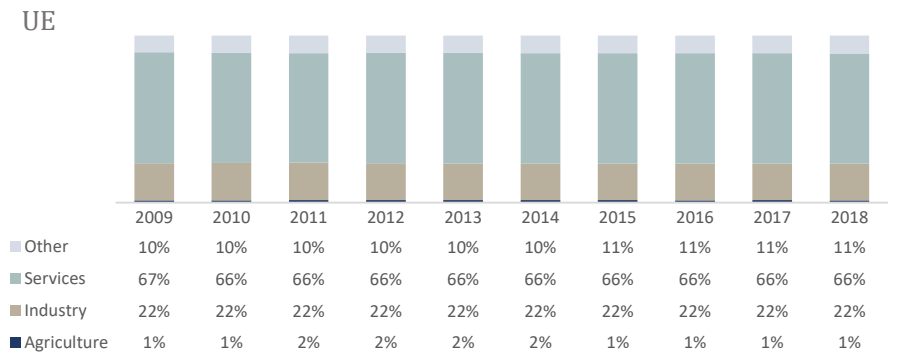
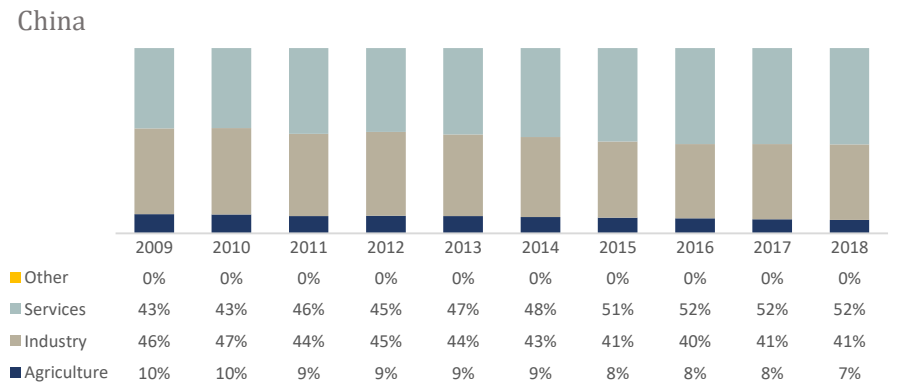
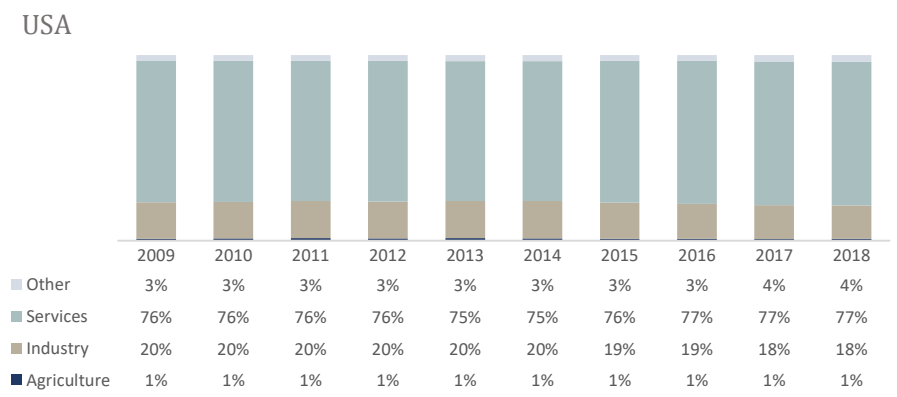
Análisis macroeconómico

PIB

- China.** Es de esperar que en 2025 China ocupe el primer lugar en el ranking de potencias económicas gracias a la transformación económica que está llevando a cabo. China dejó de ser un país emergente cuando su economía independientemente de su nivel de desarrollo, empezó a ponderar el sector servicios como principal sector de su economía.

- Economías desarrolladas.** El cada vez más escaso peso de los sectores primarios en las economías desarrolladas hace que éstas miren hacia países en vías de desarrollo como fuentes de control y desarrollo, llevando la delantera en esta carrera China, que es hoy por hoy la primera potencia inversora en África y Latinoamérica.

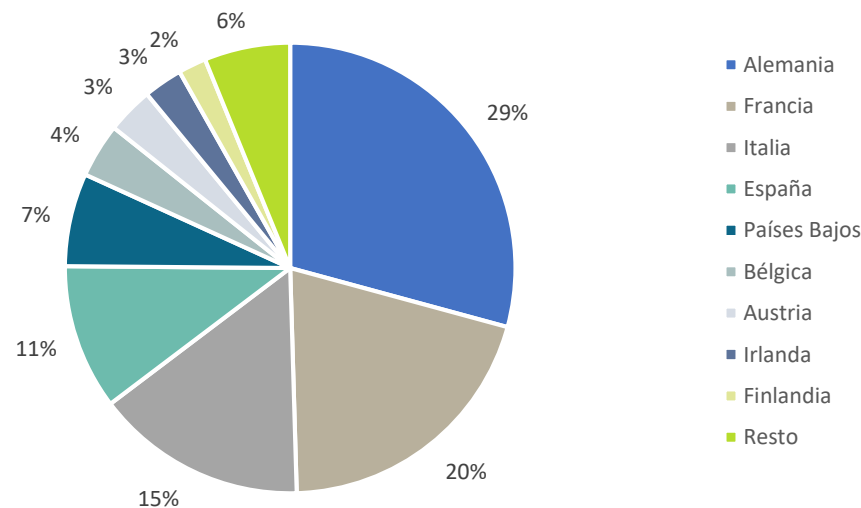
Evolución PIB por sectores (2009 -2018)



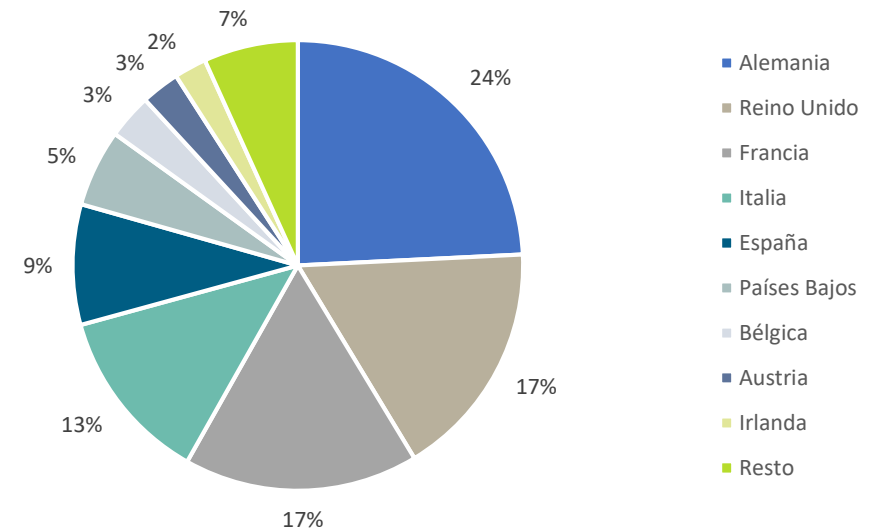
- **Eurozona.** Tres cuartas partes de la Eurozona está soportada por cuatro países, Alemania, Francia, Italia y España. Tres de ellos, tienen una deuda soberana próxima o por encima del 100% del PIB.
- **BCE.** Las medidas fiscales propuestas por el BCE no van a poder aplicarse a todos por igual, y vamos a ver que el poder de Alemania crece a medida que los otros tres países se debilitan.

- **Brexit.** La potencial salida de la UE perjudica de gran manera a la UE al perder ésta el 17% de su PIB y a su segundo país por generación de riqueza.
- **Reino Unido.** Es el segundo país importador de productos del resto de la UE, lo que provocará una disminución de entre 0,2 y 0,3 del PIB por pérdidas de exportaciones si el Brexit se produce de manera abrupta, es decir un hard-Brexit.

Distribución PIB Eurozona 2018 (13,6 bn)



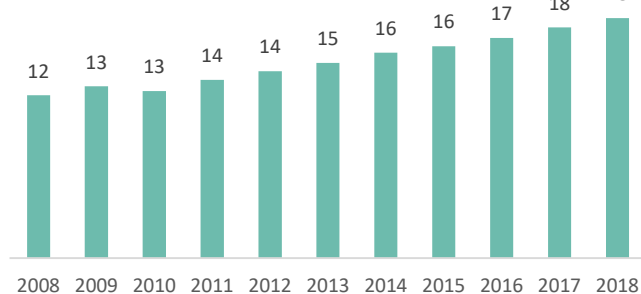
Distribución PIB Eurozona + Reino Unido 2018 (16,5 bn)



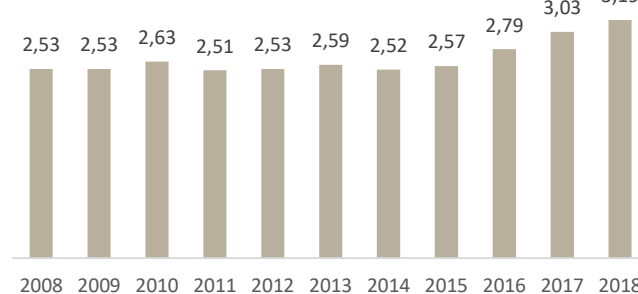
- La Masa monetaria agregada (M2) ha tenido un crecimiento en diez años de 67% medida en unidades monetarias y de un 25% en unidades monetarias por unidad de población. Una creación de masa monetaria global no se había llevado a cabo nunca en la historia del mundo.
- La mayor creación de masa monetaria corresponde al estado Chino que en un periodo de inflación acumulada del 32% ha multiplicado su masa monetaria por 277%, es decir ha creado 143% más dinero que el necesario para compensar la inflación generada en dicho periodo.

Evolución masa monetaria (2008 -2018)

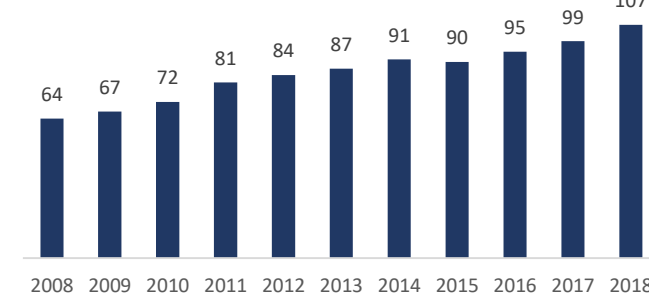
USA (USD)



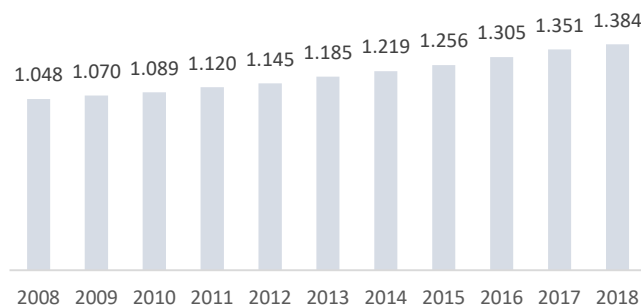
UK (GBP)



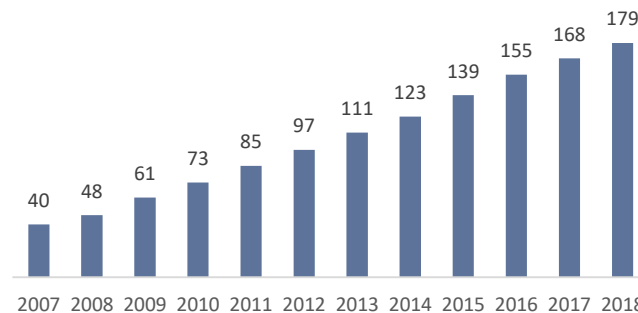
Mundo (USD)



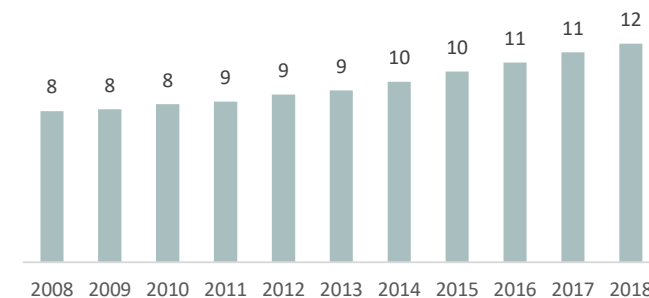
Japón (JPY)



China (CNY)



Eurozona (EUR)



Análisis macroeconómico

Masa monetaria

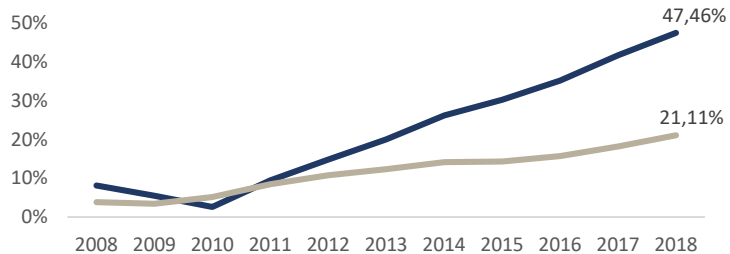
- La masa monetaria debe crecer anualmente en la misma proporción que crece la inflación, con el propósito de no retirar dinero de la circulación.
- Durante estos últimos diez años en el mundo en general la masa monetaria ha crecido más del doble la masa monetaria que la inflación, pero es particularmente en las cinco economías más desarrolladas donde el crecimiento ha sido más importante.

- En USA la masa monetaria ha crecido un 182% respecto al crecimiento de la inflación, en la zona euro un 165%, pero es que en Japón se acerca al 543%, mientras que en China al 1000%.

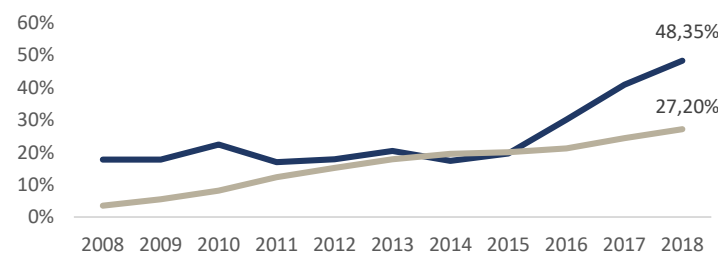
Evolución masa monetaria vs inflación (2009 – 2018)

■ Crecimiento acumulado de la masa monetaria (%) ■ Crecimiento acumulado de la inflación (%)

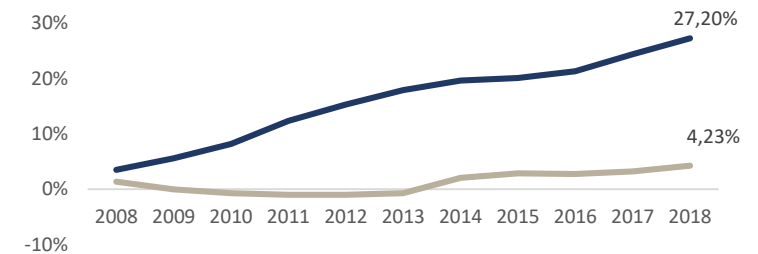
USA (USD)



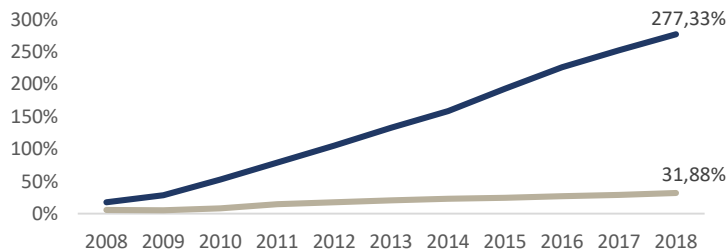
UK (GBP)



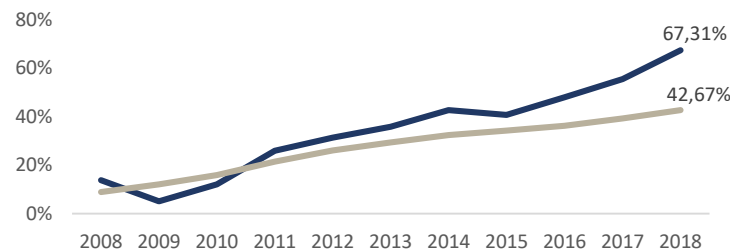
Japón (JPY)



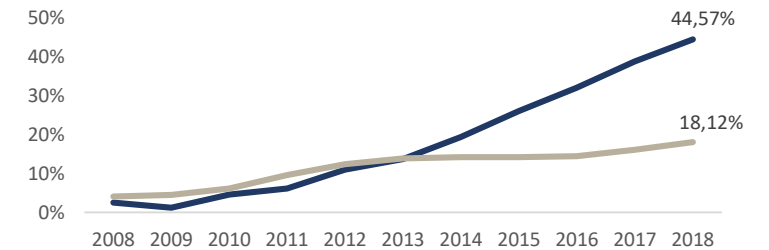
China (CNY)



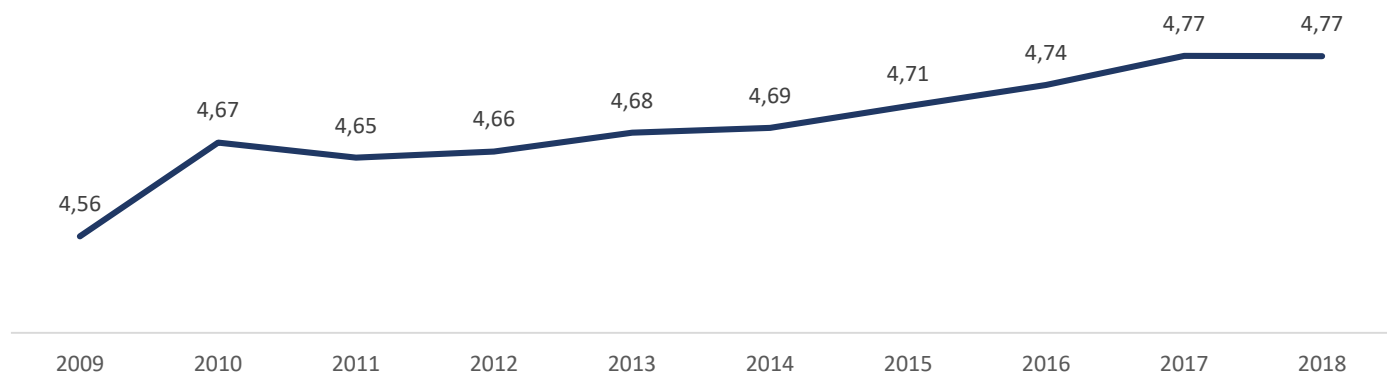
Mundo (USD)



Eurozona (EUR)



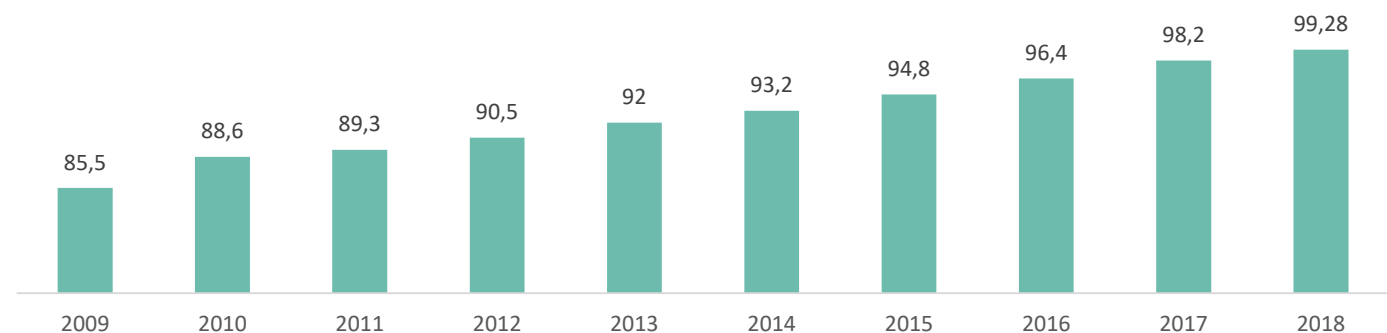
Evolución demanda mundial de petróleo per cápita (2009 -2018)



Fuente: Bloomberg

Ud: Barril/año

Evolución demanda mundial de petróleo (2009 -2018)



Fuente: Bloomberg

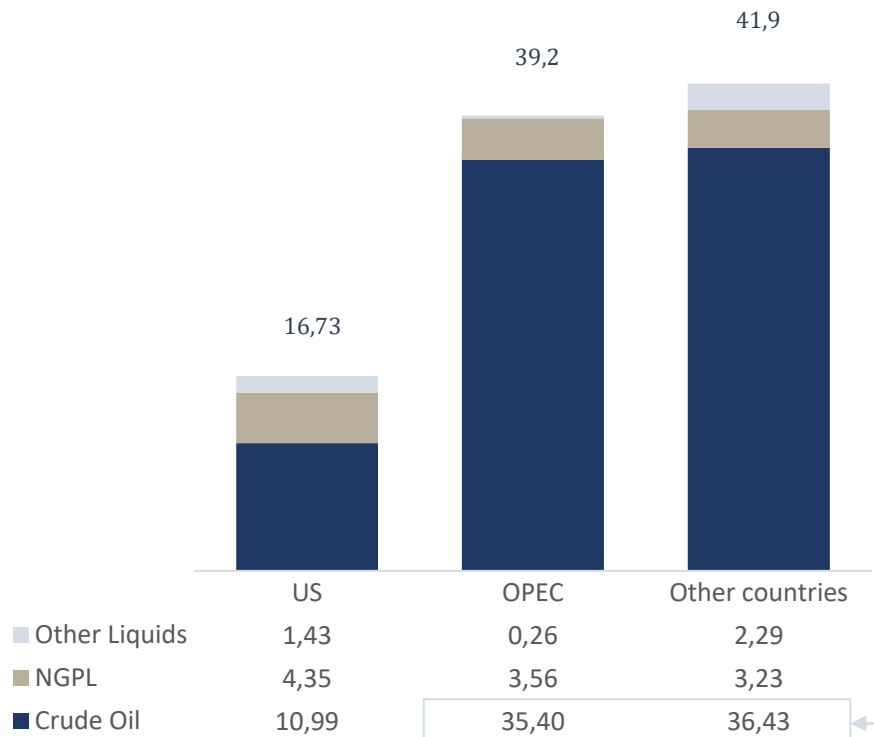
Ud: Millones de barriles diarios (MDBD)

- El consumo de petróleo en estos últimos diez años ha crecido de manera constante en términos absolutos en una demostración crecimiento económico.
- No obstante, dicho crecimiento si se mide en consumo per cápita, ha sufrido el primer estancamiento el ultimo año.
- Mientras que por evolución macro deberíamos pensar en una reducción de la demanda de petróleo, la progresiva electrificación del planeta, donde una buena parte de esta electrificación esta provocada por la generación de electricidad en centrales térmicas hace prever que la demanda de petróleo no solo no sufra un retroceso en el corto plazo, sino un ligero incremento.

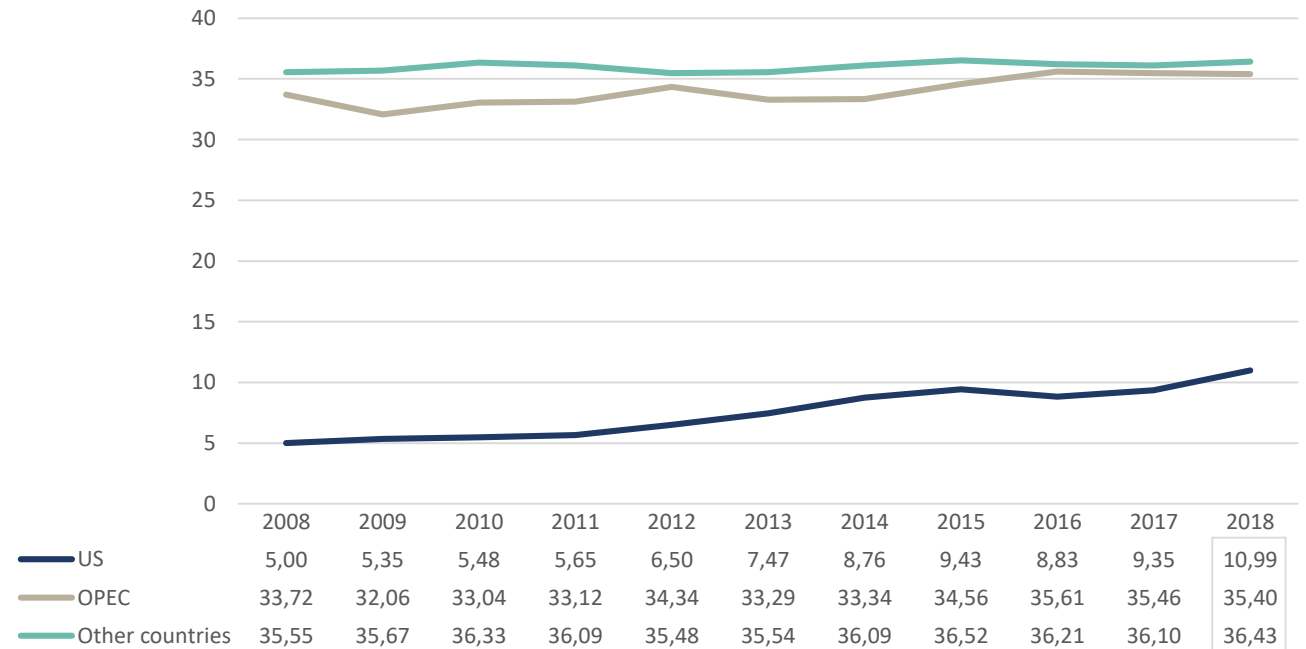
- La producción de los productores históricos ha sido tremendamente estable durante el decenio, a pesar de la estrategia seguida por la OPEC encabezada por Arabia Saudí de no incrementar la oferta a pesar del incremento de la demanda.

- La entrada en el mercado de los productores americanos de shale oil ha conferido al hasta entonces más inelástico mercado mundial en un mercado altamente elástico, dado que los métodos de extracción del shale oil permite adecuar la producción a la demanda del mercado.

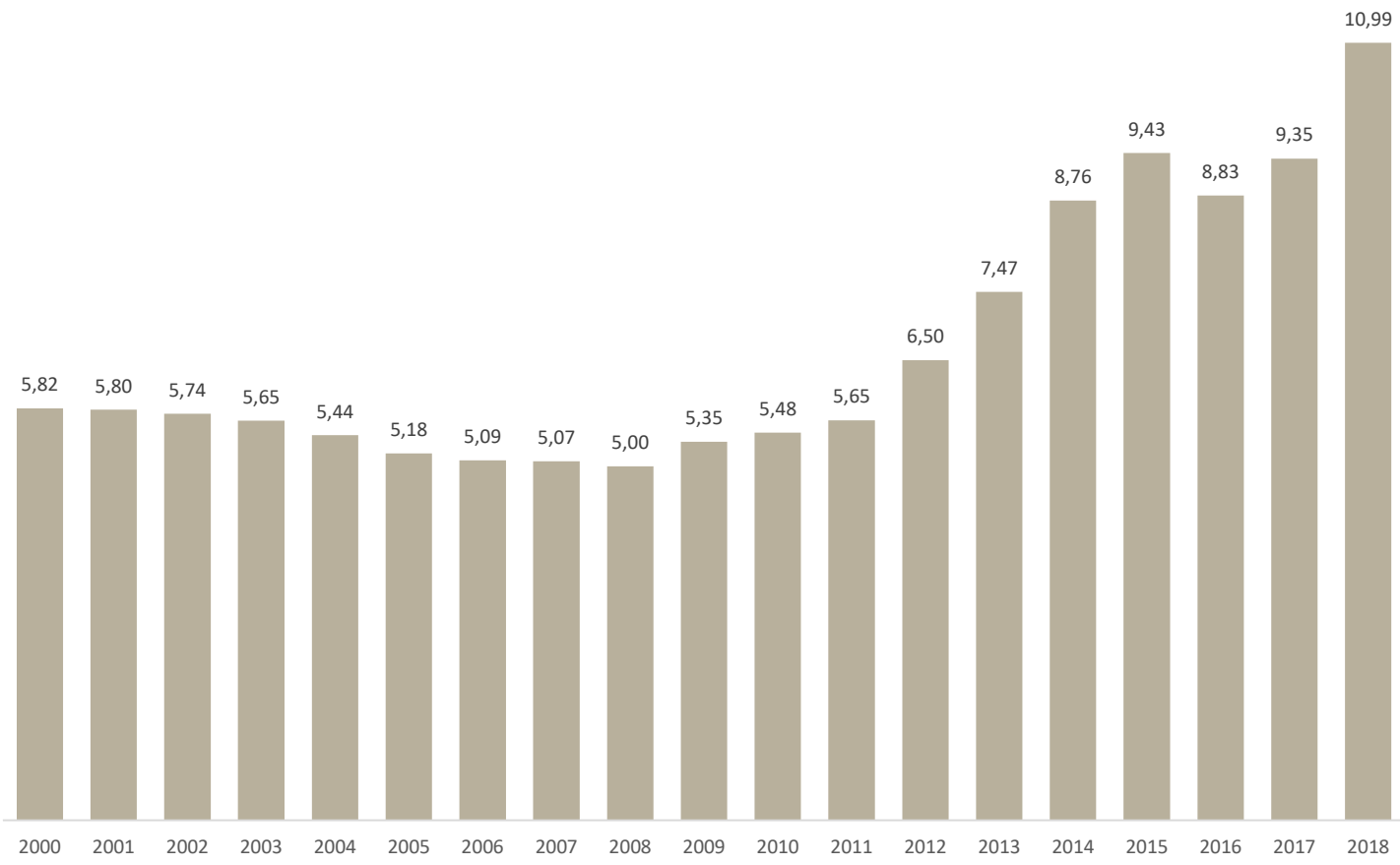
Producción petróleo 2018 en el mundo



Evolución de la producción de crudo (2008-2018)



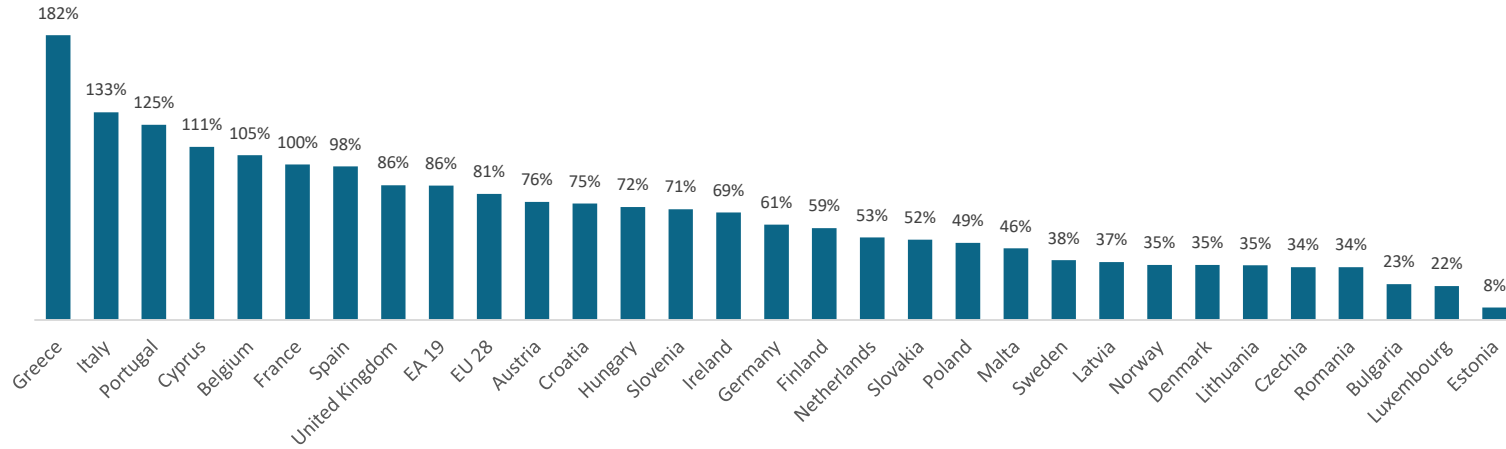
Evolución producción de crudo en USA (2000 -2018)



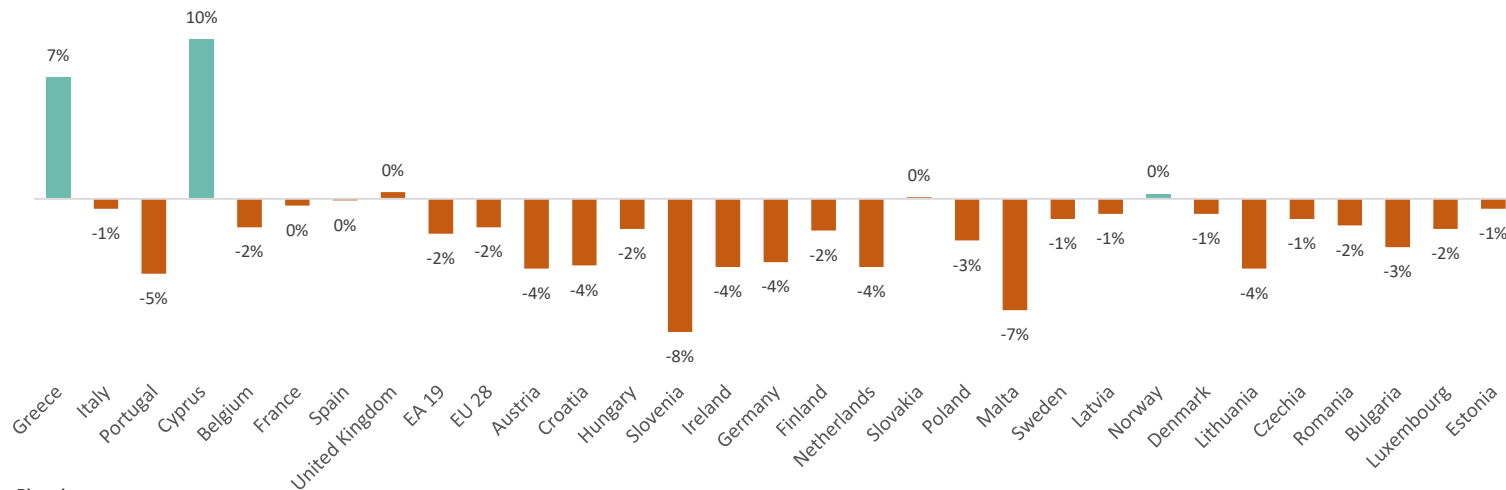
- La entrada de la oferta del shale oil ha convertido a USA a lo largo de la década de un exportador neto negativo a un exportador neto positivo.
- La guerra energética empezada por los países de la OPEC y principalmente por Arabia Saudí contra los productores de shale oil en el año 2016 ha sido infructuosa para los árabes, debido a que los productores americanos consiguieron reducir su break even de los \$55 antes de la guerra de precios a los aproximadamente \$40 actuales.

Fuente: US Energy Information Administration
Ud: Millones de barriles diarios (MDD)

Deuda bruta sobre PIB (2018 Q3). Unión Europea



Variación deuda bruta sobre PIB (2018 Q3 vs 2017 Q3)

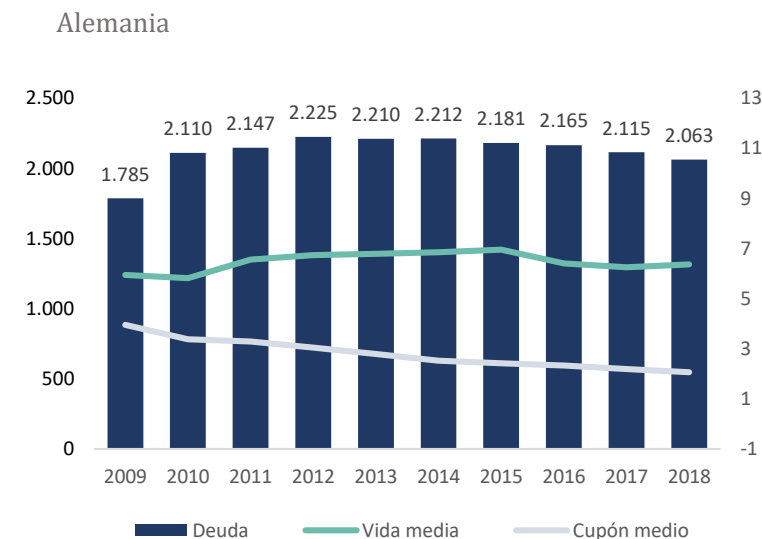
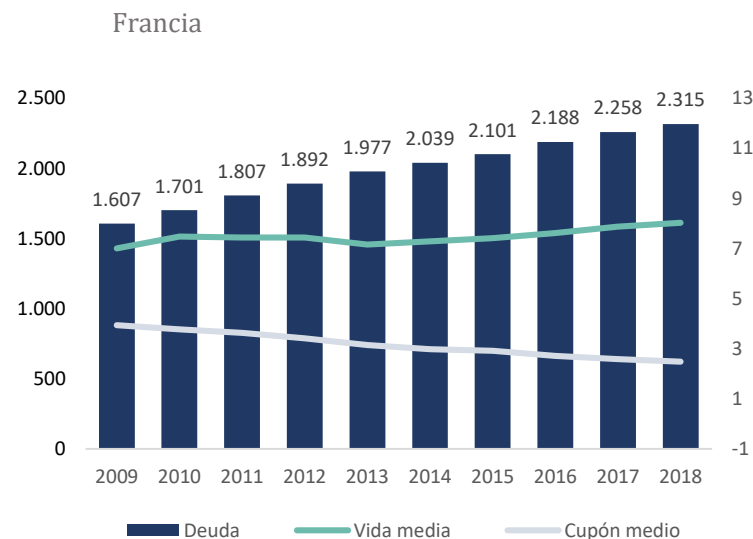
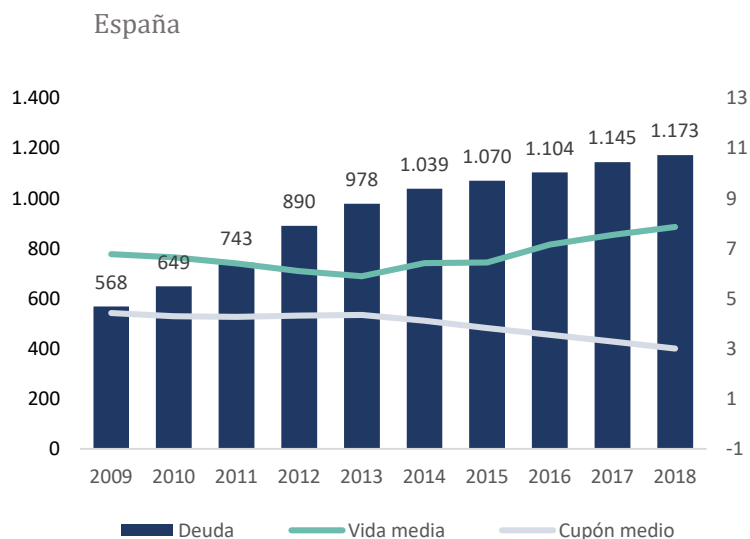


- La situación con la que encara la Unión Europea la próxima fase de desaceleración no coge a todos los países de igual modo.
- La política de compra masiva de bonos soberanos ha permitido que todos los países de la Zona Euro hayan conseguido extender la vida media de su deuda a la vez que la han abaratado sustancialmente.
- Es preocupante la segunda, tercera y cuarta economías de la zona euro tenga una deuda igual o superior a su PIB.
- Las medidas para aliviar la fase recesiva a tomar por el BCE no van a poder ser muy agresivas porque el 50% del PIB de la zona Euro tienen más de un 100% de deuda sobre PIB

- El programa de compra de bonos soberanos por el BCE ha sido fructuoso para todos los países de la EuroZona, pero para unos mejor que para otros. Mejor para los que además del programa han aprovechado, realizando cambios estructurales, para disminuir su deuda, gracias al superávit de sus cuentas, peor para aquellos que se han endeudado más sin mejorar estructuralmente su economía.

- Alemania, no solo ha reducido su deuda sino que la ha abaratado de manera radical. Francia ha conseguido un considerable abaratamiento alargando un poco la vida media de la misma, mientras que España, y a pesar de haber sido el país que estructuralmente peor lo ha hecho ya que ha duplicado su deuda, ha conseguido gracias al programa de recompra de bonos por el BCE, incrementar sustancialmente la vida media y abaratarla sustancialmente.

Evolución de deuda soberana



Fuente: Bloomberg
 Ud: Deuda (Trillion), Vida Media (Años), Cupón medio (%)

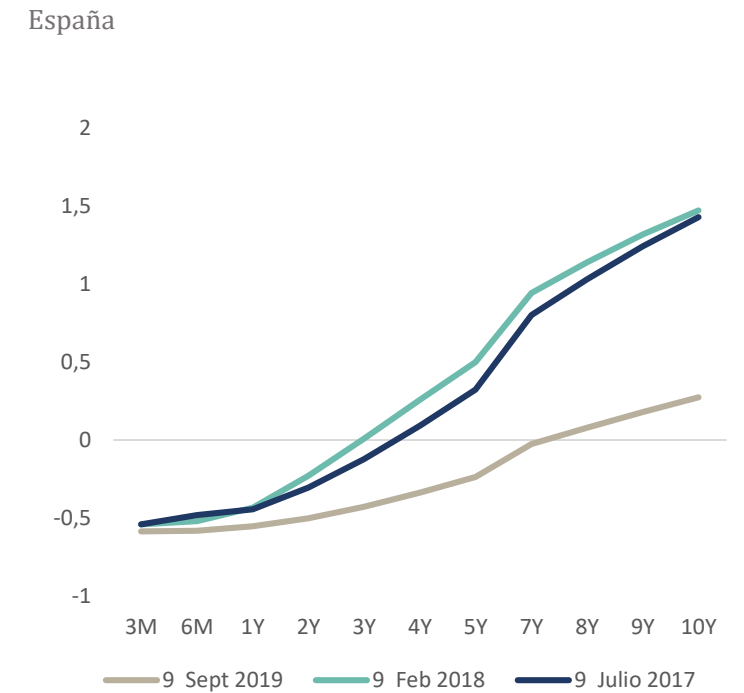
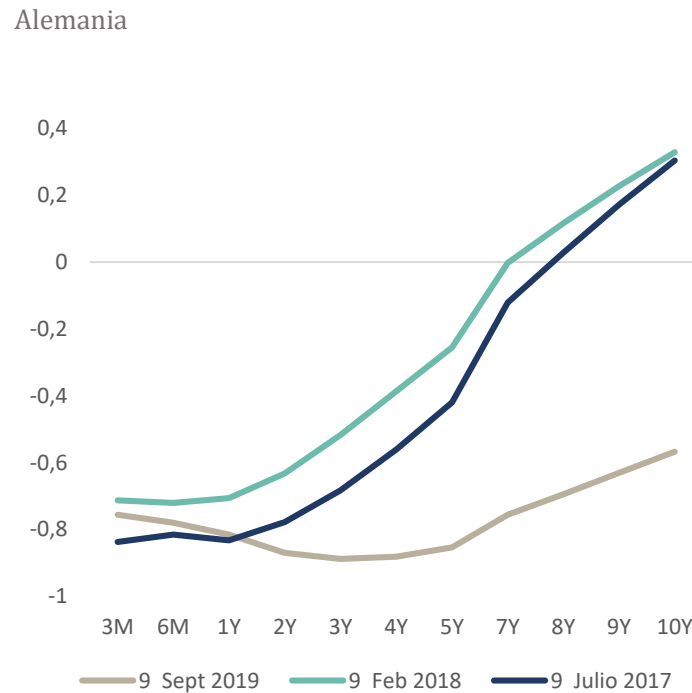
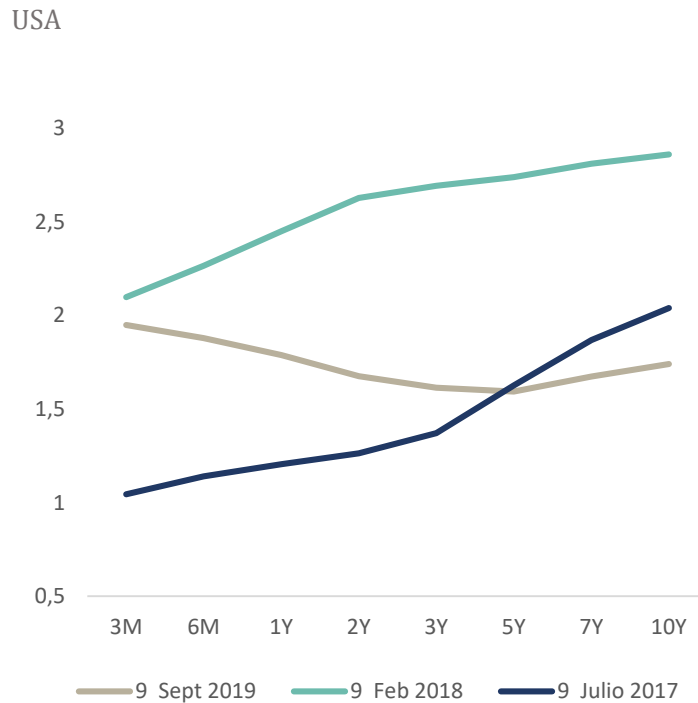
Análisis macroeconómico

Tipos de interés

- Los tipos de interés de referencia de los bancos centrales debemos mirarlos con la doble mirada, la de la reactivación de una economía que languidece, abaratando el dinero y la segunda y en este momento mucho más crítica que la guerra de divisas en la que se encuentra el mundo.

- Mientras que los americanos tienen todavía recorrido para bajarlos aún más, las armas para Europa se han acabado al estar estos ya en cifras negativas (Alemania) o próximas a cero (España).

Comparación curva de tipos de interés en el tiempo



Evolución de USD vs principales divisas

EUR / USD



GBP / USD



CNY / USD



JPY / USD

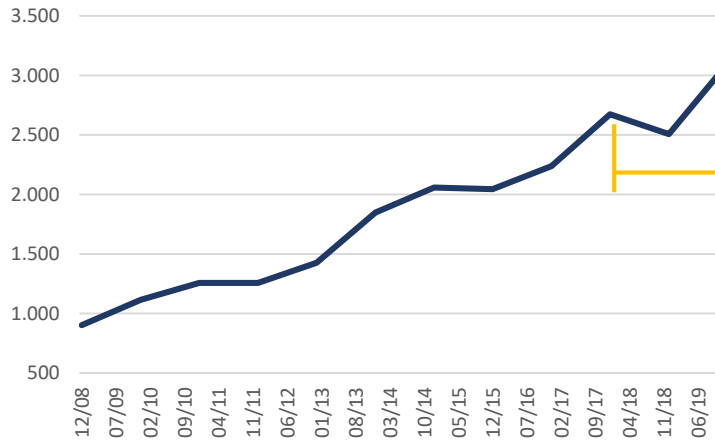


El contexto general indica un fortalecimiento del USD desde comienzos del 2018 debido a varias causas y todas ellas críticas:

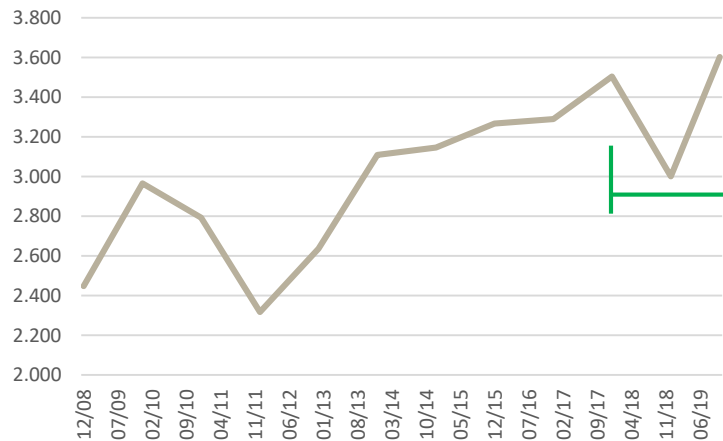
- La economía americana muestra más signos de fortaleza que el resto de economías desarrolladas.
- La política de retirada de estímulos ha incrementado el apetito por USD al incluirse en su política monetaria la subida de tipos de interés de referencia.
- La situación de inestabilidad política en muchos países europeos.
- La política claramente intervencionista de los bancos centrales del resto de las economías desarrolladas.

Evolución de SP500 y EuroStoxx

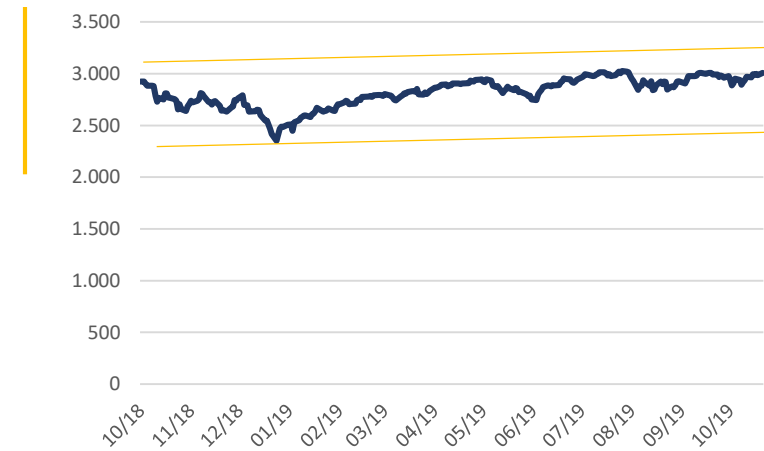
SP 500 (2009 - 2019)



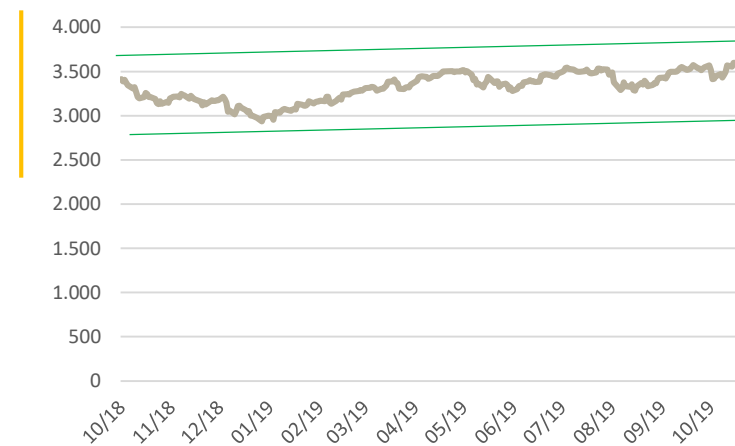
EurStoxx (2009 - 2019)



SP 500 (YoY)



EuroStoxx (YoY)



- El mercado ha entrado en un canal derivado de la controversia generada por el apetito generado por el exceso de dinero en el mercado como contrapartida a las malas expectativas de resultados en ambos mercados, particularmente en Europa.
- Entendemos que el canal de valoración lógico para el S&P500 estaría entre los 2450 y los 2600, por el contrario al canal entre 2850 y 3100 en el que actualmente se mueve. Es decir, encontramos una valoración excesiva de aprox. un 20%
- En Europa ocurre algo similar. El canal por el que se mueve el valor esta entre 3.000 y 3.500, cuando su valoración lógica debería estar entre 2700 y 3000.

Miguel Ángel Temprano

Director de Inversiones

Oficina central

Paseo de la Castellana, 53

Madrid, 28046

info@orfeocapital.com

+34 911 930 021

Oficinas

Logroño

Londres

Ciudad de México

Bogotá

Ciudad de Panamá

Lima

Disclaimer. La información aquí contenida se entrega a modo de material de marketing con el propósito de mostrar el proceso de investigación seguido por el área de análisis de Orfeo Capital SGIIC a la hora de elegir los activos en los que invertir. Representa la interpretación que realiza el área de análisis de Orfeo Capital SGIIC de la situación macroeconómica del momento y no ha sido elaborado de acuerdo a los requerimientos legales necesarios para llevar a cabo un análisis independiente. Ni este documento, ni las conclusiones que se extraigan de él deben ser interpretadas como recomendaciones.

Este documento se entrega a los clientes o potenciales clientes.

Este documento no puede ser reproducido ni entregado a terceros sin autorización expresa y explícita por parte de Orfeo Capital SGIIC



ORFEO
CAPITAL

www.orfeocapital.com