

## Market Clip

20 de Septiembre de 2019  
Ignacio Dolz de Espejo

### BCE, FED, IRPH

La semana pasada, las bolsas tuvieron una ligera revalorización, y los precios de la deuda gubernamental siguieron corrigiendo debido a la tendencia al alza de los tipos. Hasta ahora, el motivo del movimiento de las curvas de tipos de interés había sido una macro algo mejor de lo descontado. Los últimos días, fue el BCE.

*“La deuda gubernamental siguió corrigiendo la semana pasada”*

#### Banco Central Europeo

El pasado jueves 12, el BCE tomó una serie de medidas tras declarar que la desaceleración de la zona euro está siendo más profunda de lo esperado y que los riesgos a la baja se mantienen. Las medidas son algo más suaves de lo esperado, pero los matices han conseguido que se perciban como positivas; en concreto, la falta de límite temporal a la compra de bonos y la estratificación de los depósitos a los bancos han mejorado la percepción.

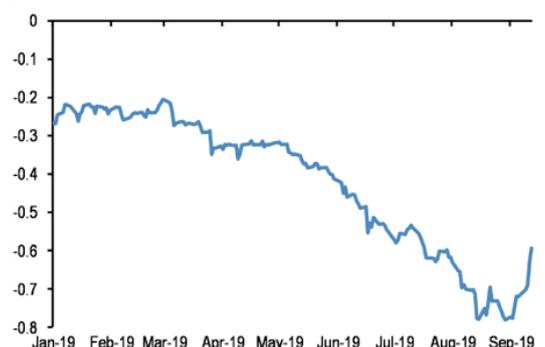
- El BCE ha recortado sus estimaciones de crecimiento de la zona euro hasta el 1,1% en 2019 y 1,2% en 2020 y ha decidido bajar el tipo de interés al que remunera la liquidez que los bancos le depositan en 10 puntos básicos hasta el -0,5%, “hasta que la inflación haya convergido de manera robusta por debajo pero cerca del 2%”.
- Ha iniciado un sistema de estratificación de depósitos para no perjudicar en exceso a los bancos (lo explicamos más adelante).
- También mejora los términos del programa de préstamos al sistema financiero (TLTRO III).

*“El BCE ha recortado sus estimaciones de crecimiento y ha decidido bajar el tipo de interés al que remunera la liquidez hasta que la inflación haya convergido de manera robusta por debajo pero cerca del 2%”*

1. Draghi le ha pedido a Merkel que se rasque el bolsillo (política fiscal)



2. Forward Euribor 1y1y



Fuente: JP Morgan

- Ha reiniciado el programa de compra de bonos (quantitative easing) a un ritmo de 20 mil millones de euros al mes durante el tiempo que sea necesario. Algo menos de lo que se esperaba pero sin límite temporal.

Es importante destacar que Draghi repitió muchas veces que la política fiscal de los gobiernos debe entrar en juego, y que la política monetaria ya ha hecho casi todo lo que es capaz de hacer. “Es necesario que los países con margen (superávit) para aplicar política fiscal procíclica actúen ya.” Tiene razón. Ya está demostrado que la política monetaria de forma aislada no es suficiente para impulsar el crecimiento hasta una velocidad de escape suficiente como para dejar de necesitarla. Christine Lagarde, la futura Gobernadora ya ha declarado que el BCE deberá seguir estimulando la economía, pero midiendo las consecuencias. También se ha unido a Draghi al expresar la necesidad de que los gobiernos de la zona euro apliquen política fiscal para estimular la economía. En resumen, presión sobre todo para Alemania.

*“Draghi repitió muchas veces que la política fiscal de los gobiernos debe entrar en juego, es necesario que los países con margen para aplicar política fiscal procíclica, actúen ya”*

## Estratificación

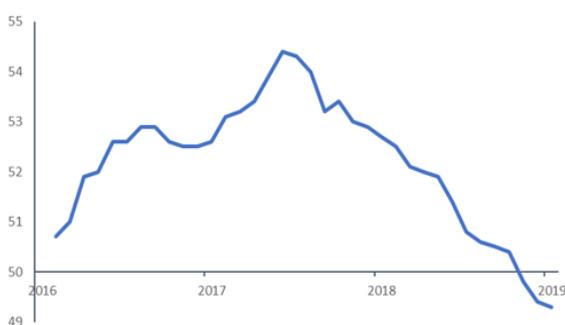
La estratificación consiste en una reclasificación y mejora en la remuneración de los intereses que el BCE paga sobre el dinero que le depositan los bancos a partir del 30 de octubre. Hasta la última reunión, las reservas obligatorias se remuneraban al 0%, y todo el exceso al -0,4% (el tipo de depósito, que se ha reducido al -0,5% en esta reunión).

Con la aprobación de la estratificación, el sistema será el siguiente: Reservas obligatorias 0%. Hasta seis veces el nivel de las reservas mínimas obligatorias, se remunerarán al 0% (la novedad). Más allá de ello sí que se pagarán al -0,5%.

Como consecuencia, se incrementa el volumen de depósitos de los bancos en el BCE sin remuneración negativa, lo que es un espaldarazo a las entidades financieras. Con el sistema antiguo, al bajar el tipo de depósito al -0,5%, habrían tenido que pagar unos nueve mil millones de euros al año (1860 millones más). Con el nuevo sistema, en lugar de pagar más, serán aproximadamente 5300 millones (unos 3700 menos). En principio, la medida debería beneficiar menos a los bancos periféricos que al resto, porque los primeros prestan más al sistema, y los segundos tienen más tesorería. Pero un efecto curioso es el caso italiano: sus bancos no llegan a tener seis veces el nivel de reservas obligatorias, por lo que parece que están vendiendo deuda para hacer liquidez, impulsando involuntariamente al alza la rentabilidad de los bonos a corto plazo.

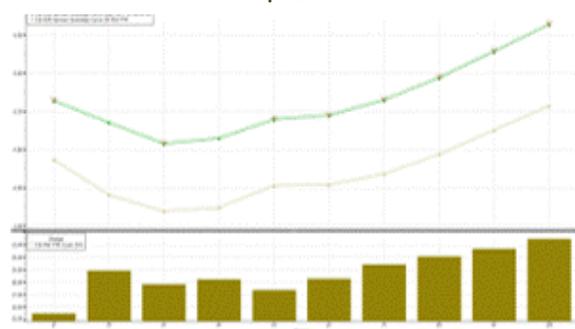
*“La estratificación consiste en una reclasificación y mejora en la remuneración de los intereses que el BCE paga sobre el dinero que le depositan los bancos a partir del 30 de octubre”*

**3. PMI Global: desaceleración generalizada**



Fuente: Bloomberg

**4. La curva de tipos alemana se ha movido de manera similar en todos sus plazos**



Fuente: Bloomberg

La Reserva Federal bajó anoche los tipos de interés un 0,25% hasta el 2.0%. La sorpresa es que aclaró que en principio no van a bajar más los tipos este año (el mercado esperaba entre una y dos bajadas más). Powell explicó que la economía norteamericana sigue fuerte y que reaccionarán si se percibe más debilidad. Hubo división en el FOMC (el comité que toma la decisión), donde hay miembros que hubiesen querido bajar más y otros que no hubiesen realizado ningún cambio

*“Hubo división en el FOMC, donde hay miembros que hubiesen querido bajar más y otros que no hubiesen realizado ningún cambio”*

## IRPH

El Abogado General del Tribunal de Justicia de la Unión Europea dio el martes 10 su opinión sobre la problemática de las hipotecas sometidas al índice IRPH. El IRPH es un índice que utilizaban más de un millón de hipotecas en España. Estaba calculado por el Banco de España teniendo en cuenta la media de los préstamos a tres años concedidos por bancos y cajas. Era un indicador menos volátil que el Euríbor, pero más caro y lento en reflejar la bajada de los tipos de interés de los préstamos. Dicha lentitud provocó denuncias que aseguraban que se trataba de un índice manipulable y abusivo.

En 2017, el Tribunal Supremo Español consideró que, al ser el IRPH un índice oficial, las hipotecas con IRPH no eran abusivas. Determinó que no estaban sometidas a la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores. Por tanto, comprendía que la referencia de una hipoteca a un índice oficial como el IRPH no implica falta de transparencia ni es un abuso. Ayer, el Abogado General del Tribunal de Justicia de la Unión Europea aseguró que las hipotecas con referencia al IRPH no están excluidas del ámbito de aplicación de esta Directiva. Por tanto, correspondería al juez nacional efectuar el control de la transparencia de la cláusula correspondiente. Deberán evaluar en cada caso si tiene la suficiente transparencia. De lo contrario, tendría un carácter potencialmente abusivo abriendo la vía a la reclamación. La opinión del Abogado General no es vinculante, pero los jueces del TJUE tienden a seguir la recomendación del abogado general.

*“Corresponderá al juez nacional efectuar el control de la transparencia de la cláusula correspondiente”*

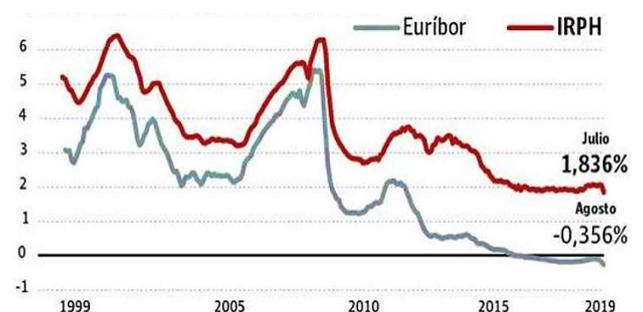
Aunque se difieren los plazos, la sentencia no es buena para los bancos españoles, que ven como se les abre un nuevo frente tras los problemas con las preferentes y las cláusulas suelo.

5. Cambio de tendencia en los mercados de deuda



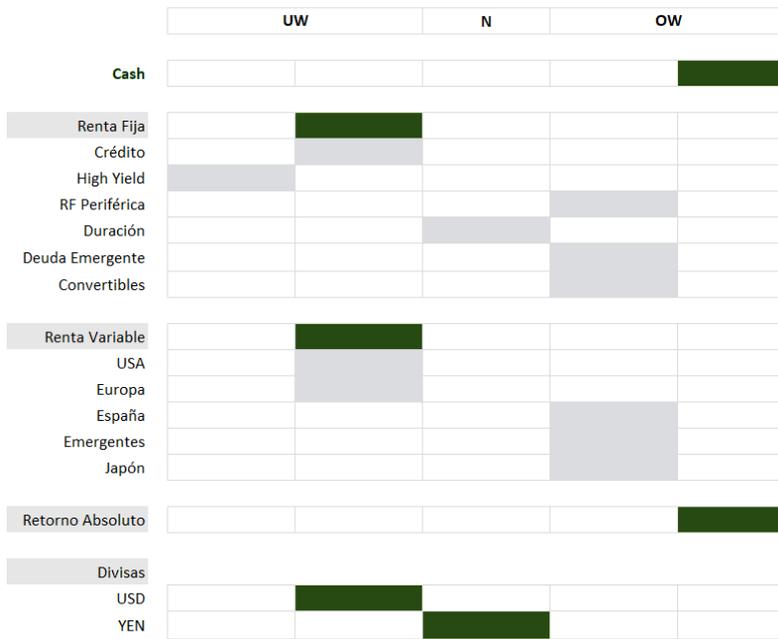
Fuente: JP Morgan

6. Las hipotecas referenciadas al IRPH son más caras que las que lo están al EURIBOR



Fuente: El Diario Vasco

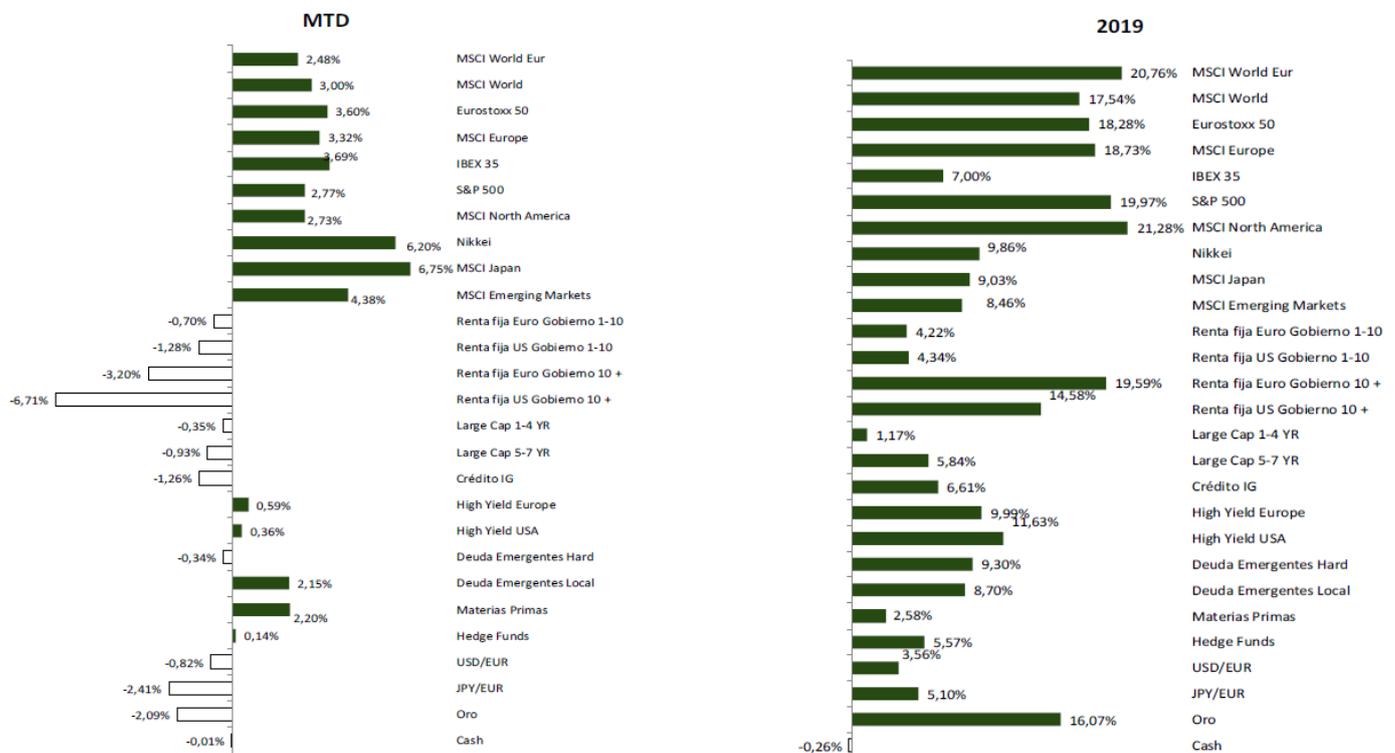
## Ponderación de las carteras respecto a los índices



Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

Fuente: Alantra Wealth Management

## Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 06/09/2019)  
 Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)  
 Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

## Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIIC, S.A. (“Alantra Wealth Management Gestión”) con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email [lopdwm@alantra.com](mailto:lopdwm@alantra.com)

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email [lopdwm@alantra.com](mailto:lopdwm@alantra.com)

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

[www.alantrawealthmanagement.com](http://www.alantrawealthmanagement.com)

A Coruña ■ Barcelona ■ Bilbao ■ Madrid ■ San Sebastián ■ Sevilla ■ Zaragoza