

Market Clip

21 de Mayo de 2020
Ignacio Dolz de Espejo

Necesidades de financiación de España y nuevo Fondo de la UE

A pesar de las caídas, la semana pasada fue relativamente tranquila en términos de noticias. El Euro Stoxx cayó un 4,7% y el S&P 500 un 2,3%. Italia corrigió un 3,8%, Francia un 6% y el IBEX 35 español un 4,5%. Desde el viernes, todos estos mercados han vuelto a rebotar entre el 3% y el 6% dejándolos en la zona de máximos desde mínimos de febrero. El petróleo subió por tercera semana consecutiva tras el anuncio de nuevos recortes de la producción y los progresivos anuncios globales de desescalada del confinamiento. El West Texas se revalorizó un 19% y el Brent un 5%. La volatilidad (medida por el VIX) se elevó un 4% hasta 31,9. Poco movimiento en renta fija; el Bund alemán se mantuvo en -0,5% y la prima española mejoró 4pb, mientras que la italiana amplió 1pb. En deuda corporativa, la de alta calificación crediticia amplió 7 pb, y la High Yield 22.

“Seguimos teniendo una visión tácticamente cauta con la renta variable y más optimista con el crédito”

Lo más destacado de la semana fueron las declaraciones del gobernador de la FED acerca de su optimismo con la economía y su preocupación acerca del ritmo de recuperación. Dejó clara su disponibilidad a seguir tomando nuevas medidas si la economía lo necesita y su baja predisposición a llevar los tipos de interés a territorio negativo en EE.UU.

En la siguiente página explicamos la propuesta del nuevo Fondo de Recuperación de la UE, se trata de la primera propuesta seria de mutualización de deuda desde que existe la Unión. También explicamos en detalle por qué las compras del BCE deberían ser suficientes para cubrir las necesidades de emisión remanentes este año de España y que, mientras que los tipos de interés no suban, el coste de la financiación será manejable.

“Gracias a las emisiones del primer trimestre y a las compras del BCE España no debería tener problemas de financiación en 2020”

El viernes la Unión Europea acordó la creación del SURE, un fondo europeo dotado con 100.000M de euros para conceder préstamos a los países más afectados por el COVID-19, como España e Italia. En concreto para ayudarles a costear medidas destinadas a evitar los despidos por la pandemia del coronavirus. El SURE estará operativo hasta el 31 de diciembre de 2022, aunque, a propuesta de Bruselas, el Consejo podría decidir extender ese período, cada vez por un período adicional de 6 meses, si las perturbaciones económicas graves causadas por el brote del COVID-19 persisten.

En este contexto seguimos teniendo una visión tácticamente cauta con la renta variable y más optimista con el crédito.

1. La deuda de España crecerá



Fuente: AIReF

2. El coste financiero de las nuevas emisiones será reducido

Supuestos macro-fiscales (%PIB)

	Escenarios		
	Pre-covid	Escenario 1	Escenario 2
2020			
PIB real	1,6	-8,9	-11,7
Defactor	1,7	0,0	-0,5
PIB nominal	3,4	-8,8	-12,1
Déficit primario	-0,1	-8,4	-11,2
Déficit público	-2,3	-10,9	-13,8
2021			
PIB real	1,5	4,6	5,8
Defactor	1,6	0,4	0,5
PIB nominal	3,2	5,0	6,3
Déficit primario	-0,1	-5,0	-6,8
Déficit público	-2,1	-7,5	-9,4

Fuente: AIReF

¿Nuevo Fondo de Recuperación de la UE?

En una muestra de unidad, Merkel y Macron lanzaron ayer, a través de una rueda de prensa mediante videoconferencia, una propuesta comunitaria que complementa el presupuesto de la UE. La iniciativa consistiría en un Fondo de Recuperación de 500.000 millones de euros en dotaciones con cargo a los presupuestos comunitarios. **Se trata de la primera propuesta seria de mutualización de deuda desde que existe la Unión.**

Los fondos (superiores a los 320 mil millones esperados) serían recaudados por la Comisión Europea a través de los mercados de capitales y se utilizarían para apoyar el gasto de los países más afectados en lugar de utilizar la vía de los préstamos. La iniciativa llega después de discusiones profundas en la Unión; su presidenta Ursula von der Leyen argumentó que era necesario un fondo de rescate potente porque esta crisis ha afectado de manera desigual a los distintos miembros y existe el riesgo de que la cohesión de la UE se pusiese en peligro por sus consecuencias económicas. Merkel argumentó ayer que “la UE está atravesando la crisis más grave de su historia y requería medidas apropiadas”, Macron afirmó que es una transferencia presupuestaria real a las regiones y los sectores más afectados.” Sin embargo, el líder Austriaco Sebastian Kurz mostró inmediatamente su desacuerdo argumentando que tanto su país como Holanda, Dinamarca y Suecia solo aceptarían un fondo de rescate que utilizase préstamos reembolsables. **El Plan será presentado para su aprobación la semana que viene en el Consejo Europeo y requerirá de más negociaciones.**

“Se trata de la primera propuesta seria de mutualización de deuda desde que existe la Unión”

Necesidades de emisión de deuda de España

Esta decisión llega en un contexto económico complicado. En 2020, el PIB español probablemente se contraiga entre el -9% y el -13% elevando la deuda hasta niveles cercanos al 120% del PIB. No obstante, creemos que España se podrá financiar sin problemas en este ejercicio. El presupuesto del Tesoro contemplaba las necesidades de emisión de 114bn de bonos para 2020, incluyendo vencimientos, pero la desviación presupuestaria consecuencia de la crisis del Covid19 podría elevar esta cifra considerablemente, hasta superar los 200bn. Si excluimos las emisiones de Letras, el Tesoro necesitaría colocar unos 167bn en bonos, de los cuales, ya ha cubierto casi la mitad. Todavía necesita emitir más de 80bn. Sin embargo, **dado que España cuenta con el apoyo decidido del BCE y tiene la posibilidad de acceder al MEDE para financiar parte del coste sanitario, no debería tener problemas para conseguir esta financiación.** El BCE tiene capacidad para comprar más de 1tn de bonos en 2020 incluyendo todos sus programas de compra de activos (PEPP y QE). Asumiendo que mantiene una proporción del 70% de deuda pública y el “capital key” (12% en el caso de España), el BCE podría comprar hasta 86bn de deuda española este ejercicio. Además, el nuevo TLTRO, genera un fuerte incentivo para que los bancos compren deuda periférica, cosa que ya estamos viendo en los datos.

“En conclusión, las compras del BCE serían suficientes para cubrir las necesidades de emisión remanentes este año y, mientras que los tipos de interés no suban, el coste de la financiación es manejable”

Finalmente, hay que tener en cuenta que el tipo medio de la deuda española está en mínimos históricos. Concretamente, el coste de financiación a 10 años (0,83%) está muy por debajo del coste medio de la deuda (2,4%), con lo que la refinanciación de deuda está reduciendo el coste financiero: 100 mil millones al 2% cuestan lo mismo que 200 mil millones al 1%. Si los tipos de interés se mantienen en los niveles actuales, el servicio de intereses de la deuda debería permanecer relativamente bajo.

En conclusión, las compras del BCE serían suficientes para cubrir las necesidades de emisión remanentes este año y, mientras que los tipos de interés no suban, el coste de la financiación es manejable. Está claro que la situación de la economía española es delicada pero no esperamos problemas de financiación en 2020. Italia será el canario en la mina. Pese a lo anterior, hemos reducido sustancialmente el peso en deuda soberana periférica. Preferimos tener crédito Investment Grade ya que paga más y está más diversificado.

3. Las necesidades de financiación de España en 2020 no son elevadas gracias a las emisiones del primer trimestre

Necesidades de emisión remanente	
PIB nominal	1.100,00
Déficit Público	10,50%
Necesidades de financiación	115,50
Letras (25%)	-28,00
Bonos	87,50
Vencimientos bonos	82,00
Total a emitir 2020	169,50
Ya emitido	-87,00
Remanente	82,50

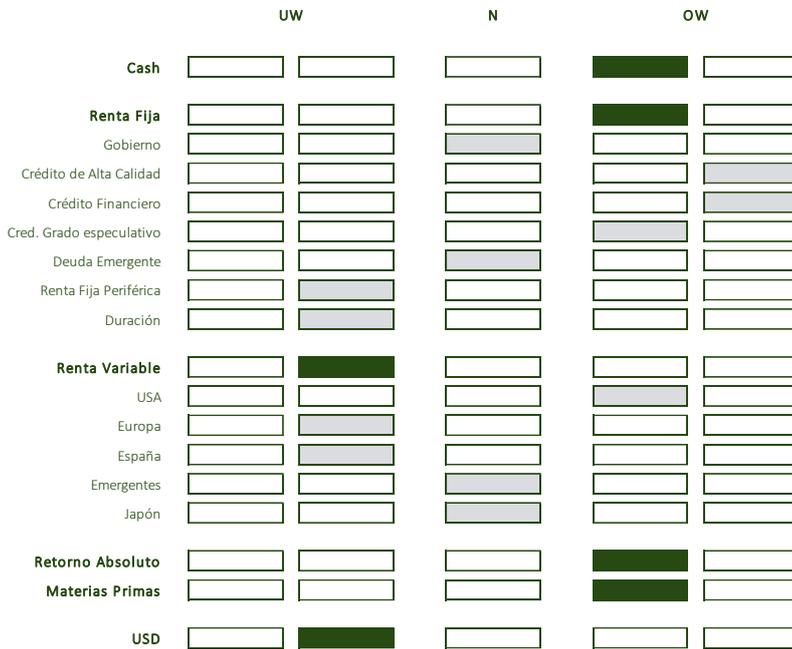
Fuente: Santander

4. El BCE puede comprar las emisiones de España en su totalidad con sus programas y restricciones actuales

Capacidad compra del ECB	
PEPP	750
Compras Temporales	120
QE anterior	160
Total Capacidad Compra	
Deuda pública (70%)	721
Capital Key España	12%
Compras deuda Española	86,52

Fuente: Santander

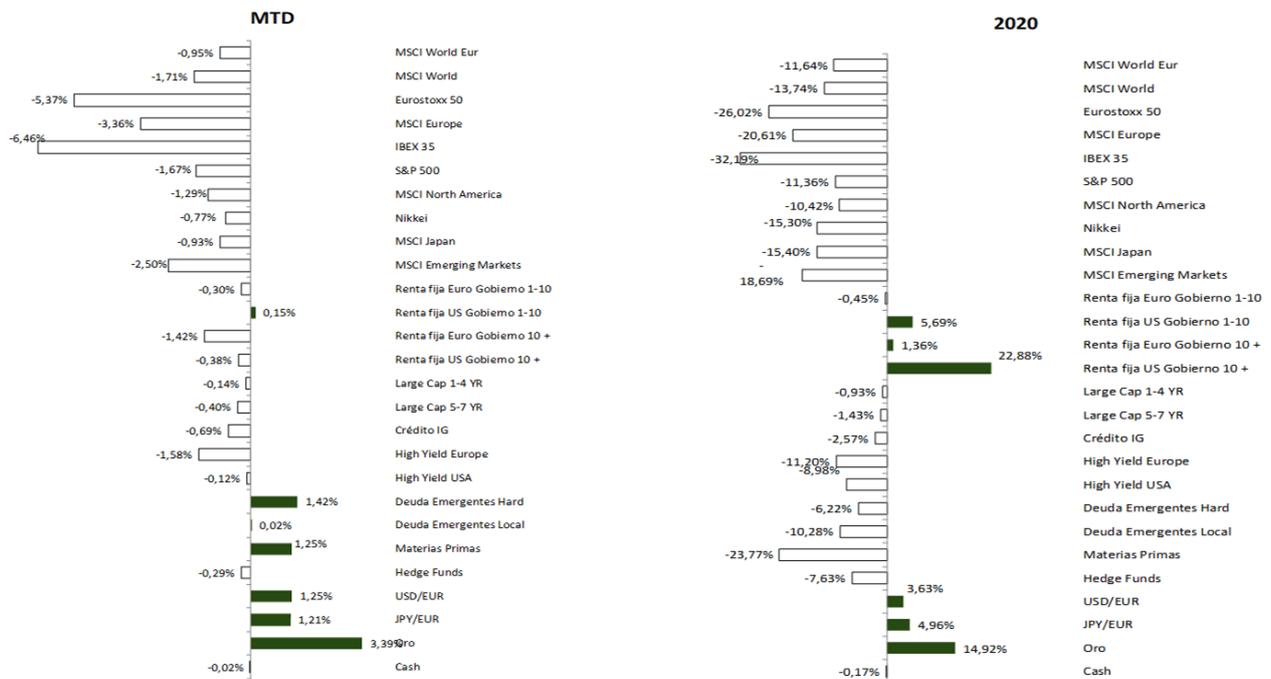
Ponderación de las carteras respecto a los índices



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 15/05/2020)

Índice Hedge Funds: HFRX Global Hedge

Índice de 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 lopdw@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 lopdw@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

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