

Visión de Mercado y Estrategia de Inversión

Visión de Mercado: La rentabilidad (TIR) de los bonos soberanos *core* se mantiene en niveles históricamente bajos a ambos lados del Atlántico. El proteccionismo global y la incertidumbre política generan inquietud y los bonos se comportan como activo refugio, algo que no siempre sucede. Cabe recordar que la TIR del Bund alemán a 10 A alcanzó el nivel de 0,80% en febrero (vs 0,40% a finales de 2017 vs 0,30% actual). Así, la rentabilidad acumulada por el índice de bonos europeos Iboxx en el conjunto del año se sitúa en negativo en todos los tramos de la curva de tipos (ver Tabla1).

La política monetaria de los principales bancos centrales y la evolución de los fundamentales macro - Inflación, Empleo y Crecimiento - nos hace pensar que el buen comportamiento del mercado en el mes de junio es pasajero. Pensamos también que el mercado infravalora los riesgos inherentes a la valoración de los bonos y nuestro razonamiento es el siguiente: (i) Los principales bancos centrales, salvo el BoJ mantienen una hoja de ruta orientada a normalizar la política monetaria, lo que implica retirar paulatinamente los estímulos monetarios y subir los tipos de interés de referencia. La Fed lidera el proceso con dos subidas de tipos en 1S'18 y probablemente dos más en 2S'18. El BCE concluye su programa de compra de activos (QE/APP) en diciembre 2018 y esperamos que el tipo de depósito suba desde -0,40% hasta 0,0% y una subida en el tipo director en 2S'19 - desde el 0,0% actual hasta 0,05%/0,15% -, (ii) Las perspectivas de inflación a largo plazo se mantienen por debajo del objetivo del BCE (~2,0%) pero los últimos datos de inflación invitan a la prudencia, máxime si los precios de la energía se mantienen en niveles elevados (Ver Tabla 3 y Gráfico1.1). El IPC sube en junio (dato preliminar) +2,0%, los Precios de Producción acumulan cuatro meses creciendo a un ritmo del +2,0% y los salarios se aceleran hasta +1,8% en 1T'18 (vs +1,6% en 4T'17), y (iii) pensamos también que el relevo de Draghi al frente del BCE en 2S'19 será una fuente adicional de volatilidad para los mercados ante la posibilidad de ver un tono más *hawkish* en el seno del BCE.

Estrategia de inversión: Los tipos "forward" anticipan un desplazamiento hacia arriba en la curva de tipos - mayor TIR exigida y caída en precios - y nuestras estimaciones apuntan hacia una TIR del Bund a 10 A en torno a 0,70% a finales de 2018 (vs 0,85% esperado por el consenso). En este entorno, vemos conveniente ser especialmente prudentes en la gestión de la renta fija, evitando especialmente el posicionamiento en duraciones largas. En este punto, recordamos que nuestra estrategia de inversión está especialmente orientada hacia fondos de retorno absoluto. [Adjuntamos link a nuestra selección estabilidad.](#)

Tabla 1: Índice de bonos europeos (Iboxx): % Revalorización

% Variación	1 S	1M	3M	12 M	YTD
Soberanos	0,6%	0,5%	-1,3%	-0,7%	-3,0%
1- 3 Años	0,1%	0,1%	-0,9%	-2,6%	-4,1%
3- 5 Años	0,2%	0,3%	-1,2%	-2,2%	-3,7%
5- 7 Años	0,3%	0,5%	-1,5%	-1,9%	-3,7%
7- 10 Años	0,4%	0,6%	-0,9%	0,3%	-1,2%
> 10 Años	1,5%	0,7%	-1,9%	1,4%	-2,8%
Corporativos	-0,3%	-0,1%	-0,7%	-1,0%	-1,6%
AAA	0,0%	0,2%	-0,1%	0,3%	-1,7%
AA	-0,1%	0,2%	0,2%	-0,4%	-1,9%
A	-0,2%	0,1%	-0,3%	-0,8%	-1,6%
BBB	-0,4%	-0,3%	-1,2%	-1,4%	-1,4%

Tabla 2:TIR indicativa & Primas de Riesgo

TIR orientativa	2 A	5 A	7 A	10 A
EE.UU	2,53%	2,74%	2,82%	2,86%
Alemania	-0,67%	-0,30%	-0,07%	0,30%
Prima de riesgo en pb	2 A	5 A	7 A	10 A
Italia	135,8	203,0	235,6	237,8
España	42,5	70,4	82,5	101,9
Portugal	54,4	93,8	131,3	148,5

Tabla 3: Indicadores de precios

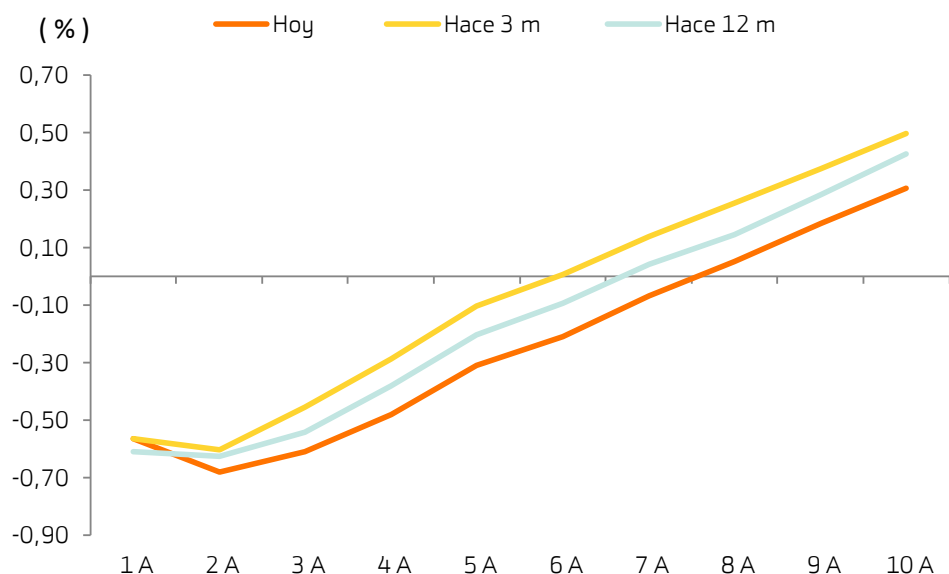
UEM: % Var a/a	feb.-18	mar.-18	abr.-18	may.-18	jun.-18
IPC	1,1	1,4	1,2	1,9	2,0
IPC subyacente	1,0	1,0	0,8	1,1	1,0
Perspectivas a l/p ^(*)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Prec. Producción	1,7	2,1	2,0	2,0	2,0
PPI Industria	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3
PPI (energía)	2,0	3,8	3,8	3,8	3,8

(*) Implícito en el mercado de derivados (swap de inflación 5yr/5yr)

Tabla 4:Indicadores de Riesgo

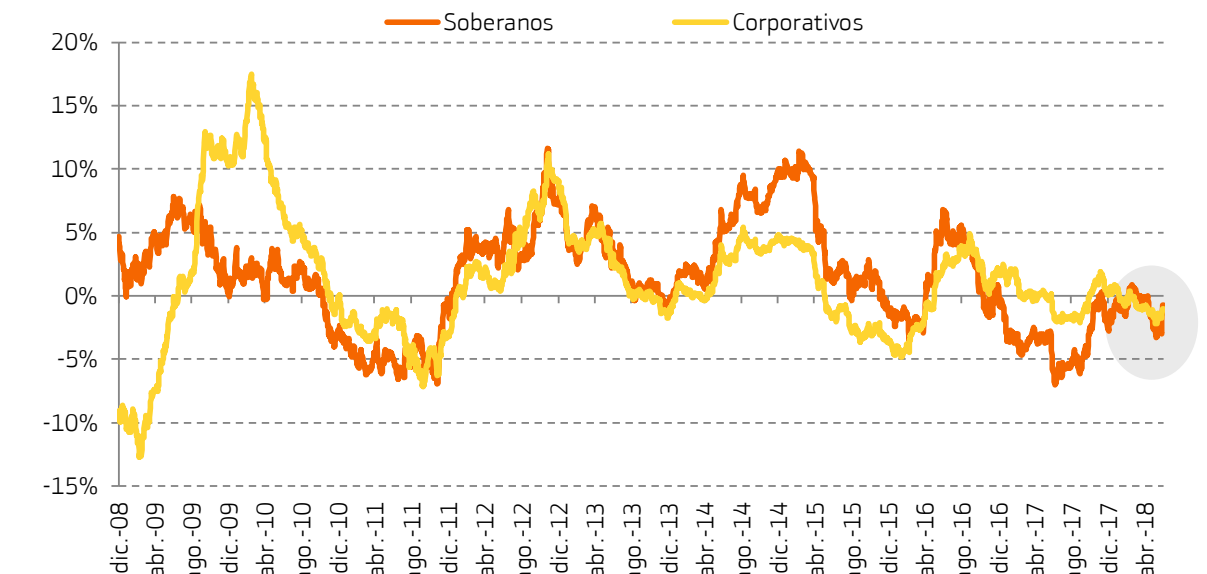
Último Dato	Déficit s/PIB	Tasa Paro	Deuda s/PIB	CDS a 5A (pb) Último	YTD	12 M
Alemania	1,3%	3,4%	65,7%	11,5	-10,3	-4,0
Italia	-2,3%	10,7%	131,2%	229,0	71,8	83,4
España	-3,1%	16,7%	96,7%	69,0	-6,6	4,0
Portugal	-3,0%	7,9%	127,7%	221,0	0,0	0,0

Alemania: Curva de rendimiento (TIR)



Fuente: Bloomberg.

Revalorización anual 12 meses (rolling).



Fuente: Bloomberg.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Esther Gutierrez de la Torre

Arancha Bueno

Aránzazu Cortina

Joao Pisco

Pilar Aranda

Ana de Castro

Ramón Carrasco

Elena Fernández-Traipella

Susana André (Mkt.Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

1. Indicadores de precios

Gráfico 1.1: Evolución del IPC.- % Variación anual

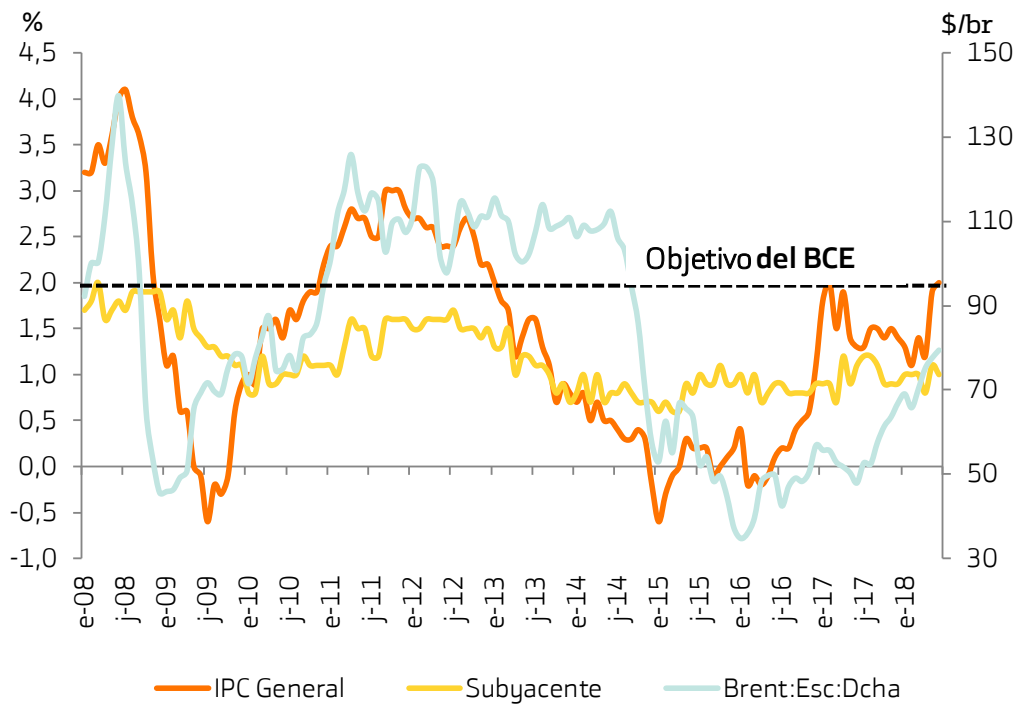


Gráfico 1.2: Perspectivas de inflación a l/p.- 5Yr/5Yr

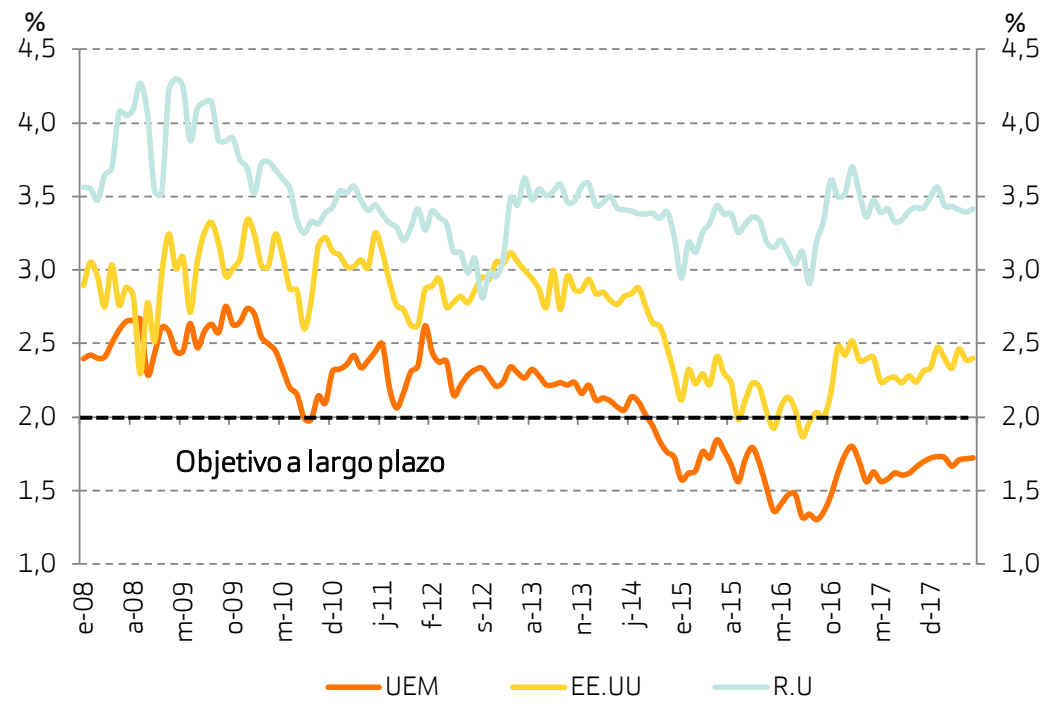


Gráfico 1.3: Componentes del IPC en la UEM.- % Var anual

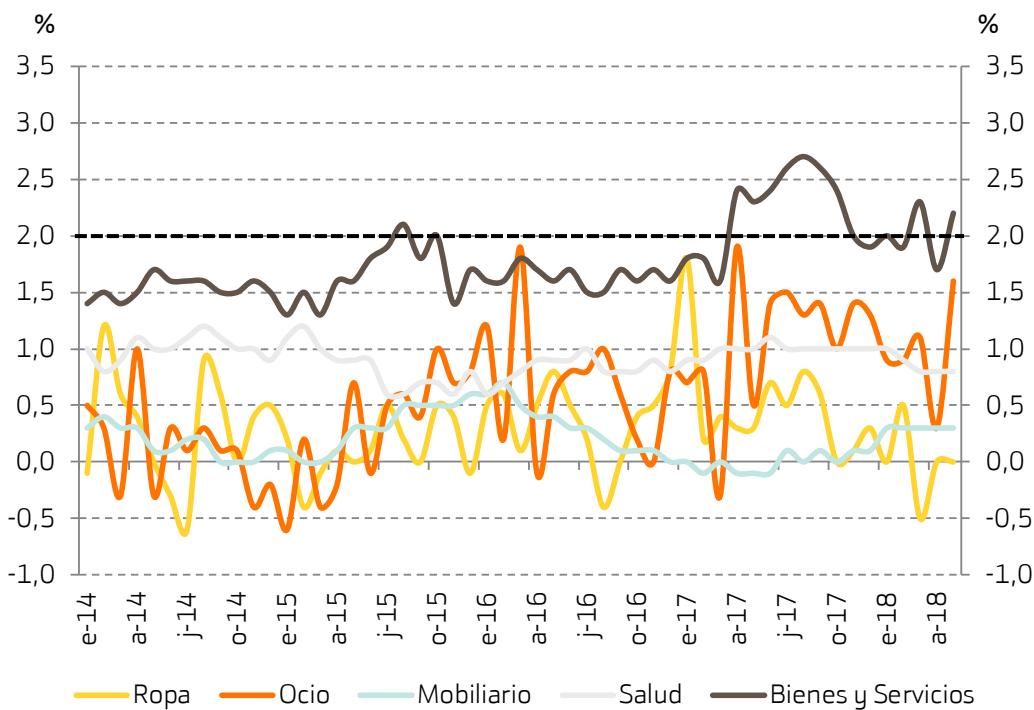


Gráfico 1.4: IPC en las principales economías.- % Var a/a

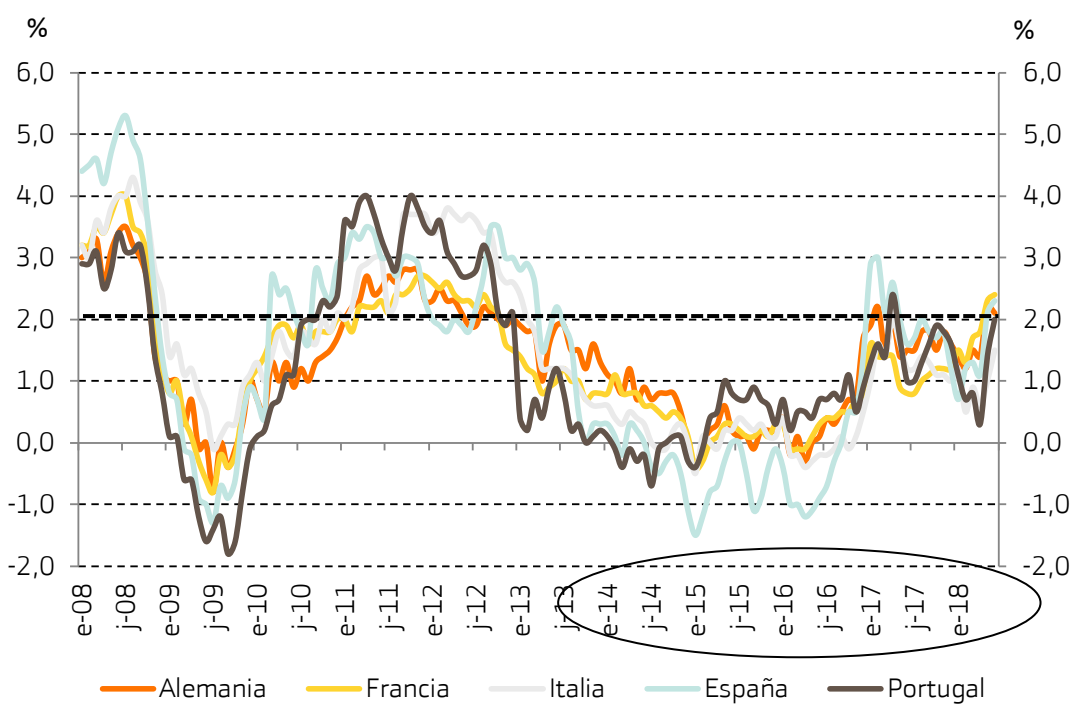


Gráfico 1.5: Índice Citi de Sorpresas sobre Inflación

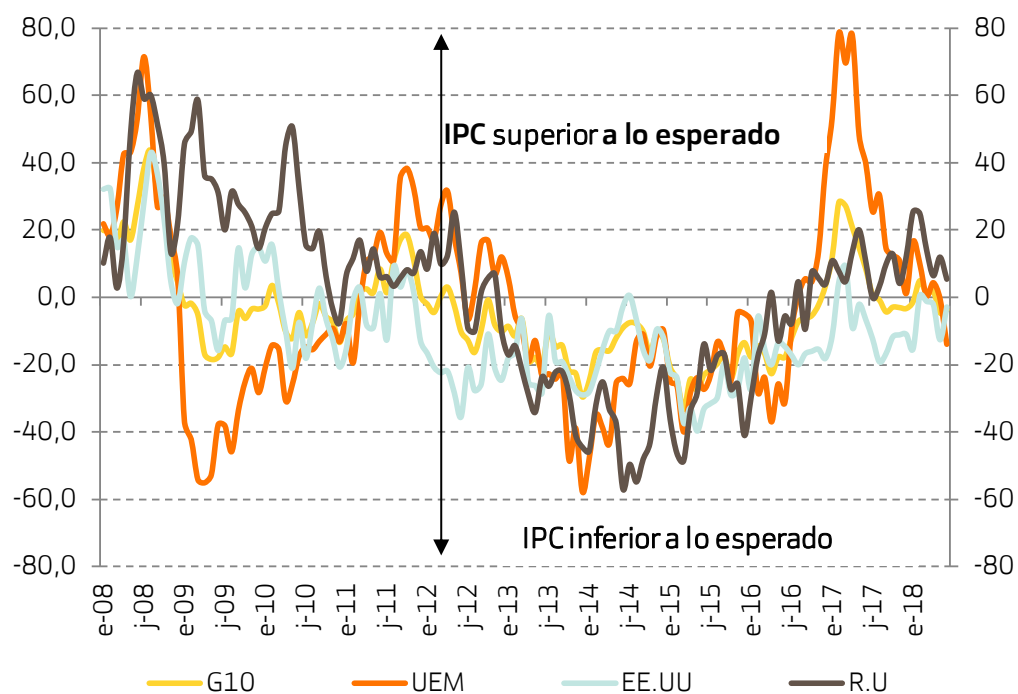
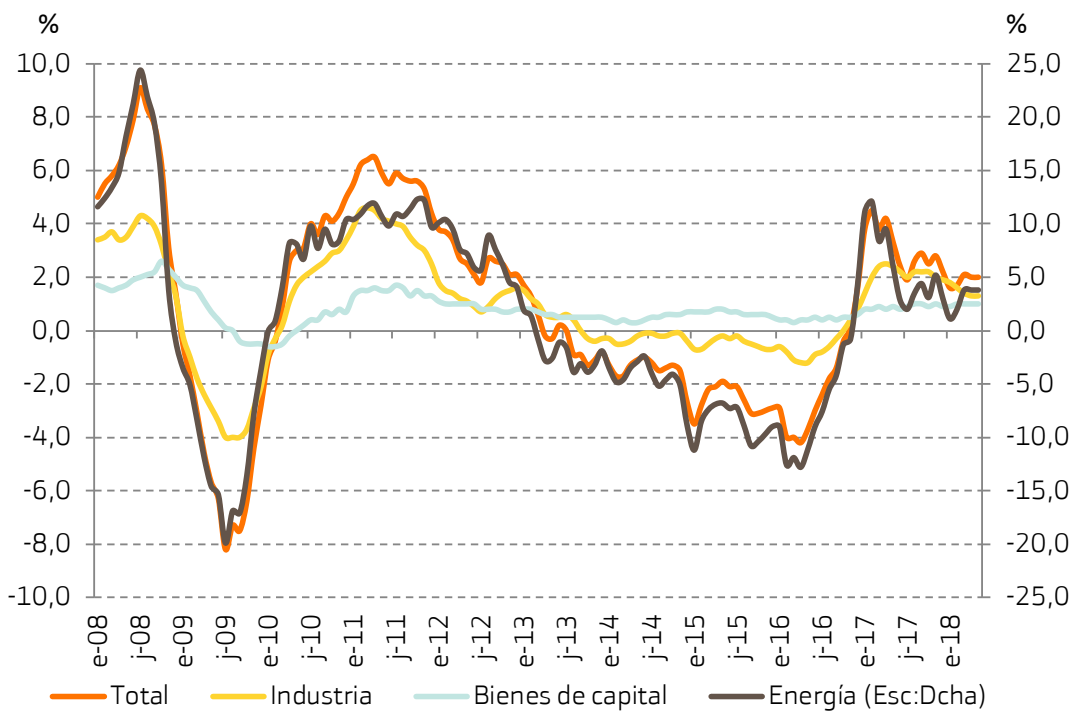


Gráfico 1.6: Precios de Producción en la UEM.- % Var. Anual



Fuente: Bloomberg.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada
Pilar Aranda

Jesús Amador
Ana de Castro

Esther Gutierrez de la Torre
Ramón Carrasco

Arancha Bueno
Elena Fernández-Trapiella

Aránzazu Cortina
Susana André (Mkt.Support)

Joao Pisco

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Es mejor ser prudente en bonos core porque el mercado infravalora los riesgos de inflación

02-07-18

14:30 h

2. Indicadores de Mercado

Gráfico 2.1: Evolución de la M3 en la UEM.- % Var. Anual

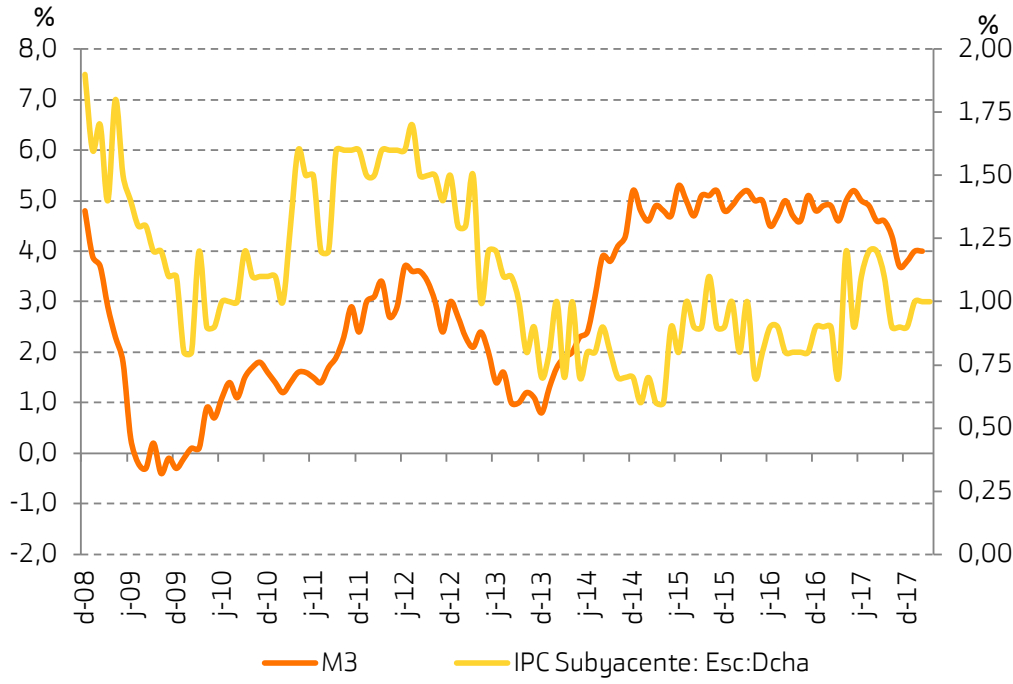


Gráfico 2.2: Índice BBD de incertidumbre económica

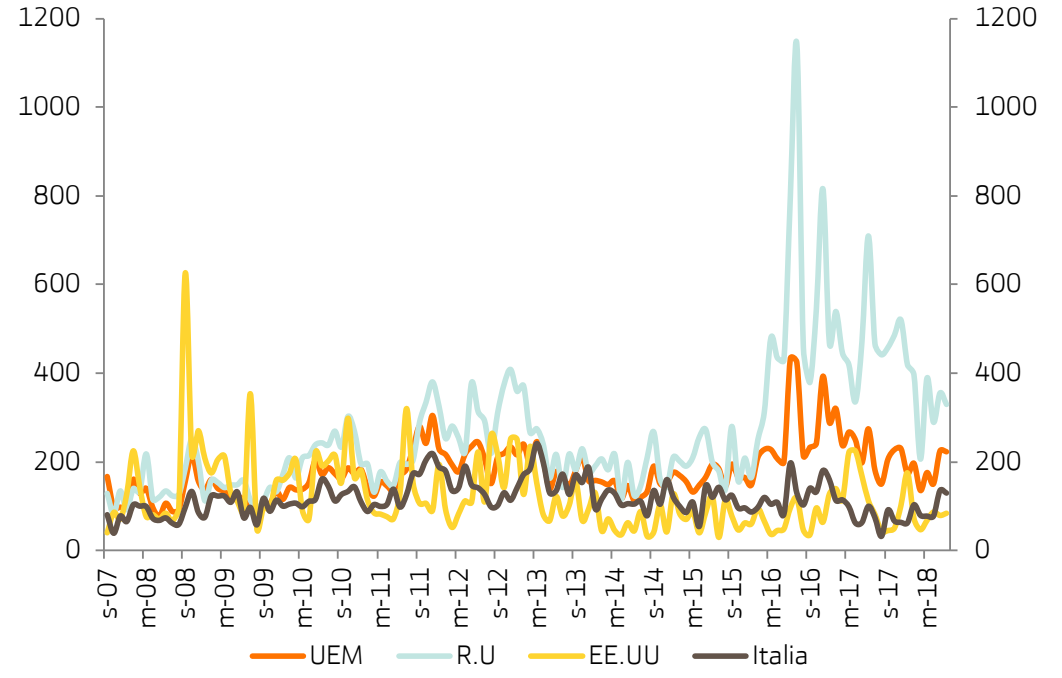


Gráfico 2.3: Pendiente de la curva de tipos (2/10 años)

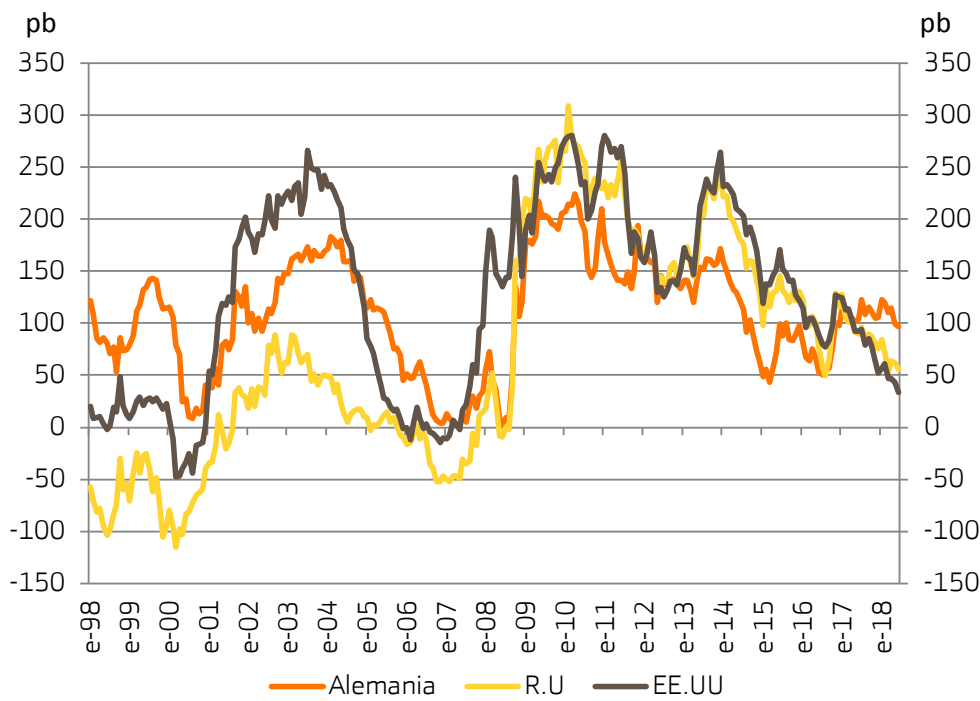


Gráfico 2.4: Diferencial en tipos de interés.- EE.UU vs Alemania

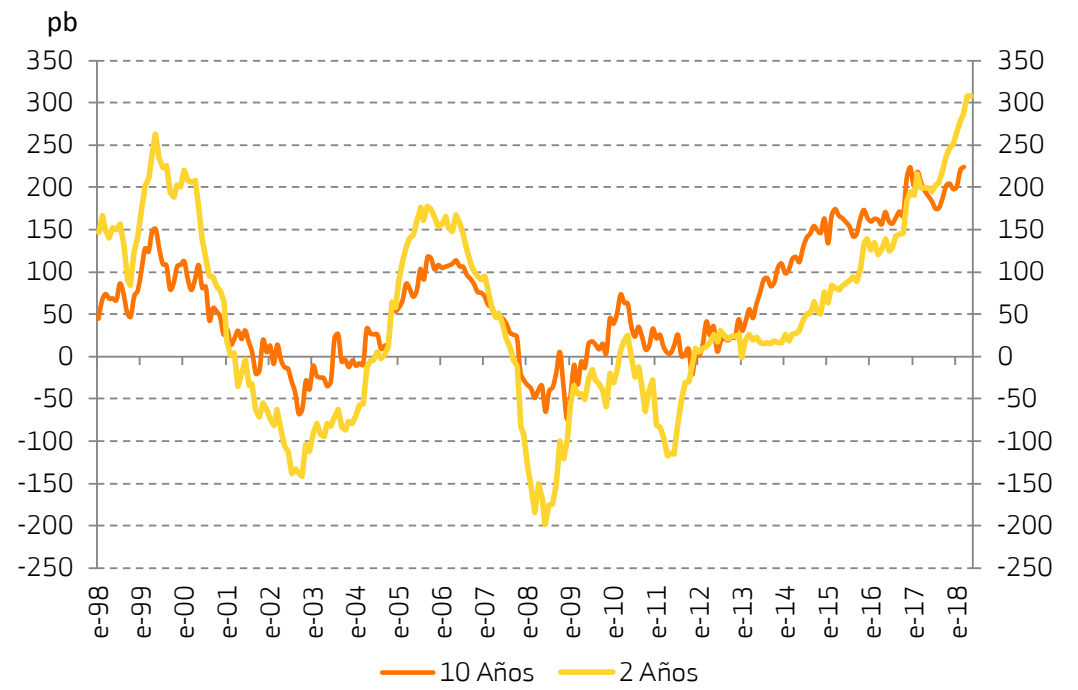


Gráfico 2.5: Curva Forward Swap en la UEM

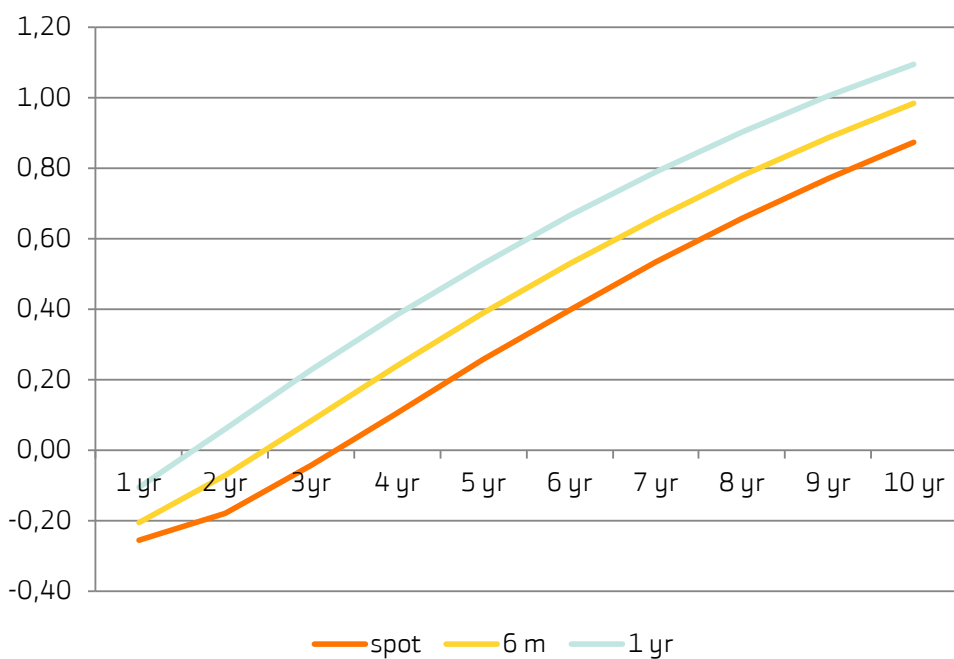
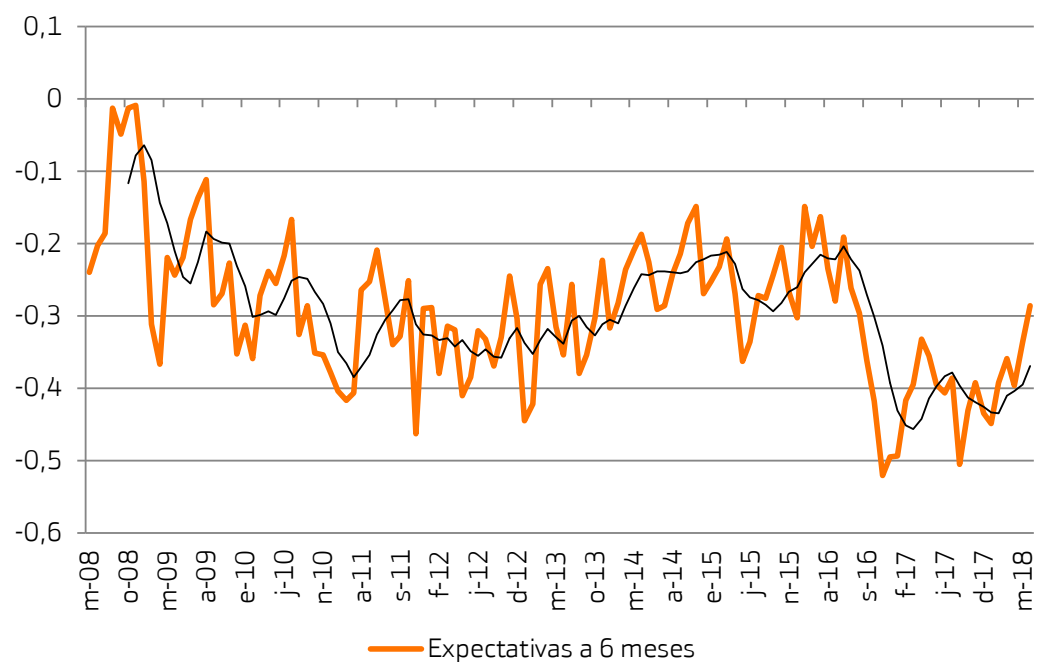


Gráfico 2.6: Índice de perspectivas de mercado a 6 meses



Fuente: Bloomberg.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada
Pilar Aranda

Jesús Amador
Ana de Castro

Esther Gutierrez de la Torre
Ramón Carrasco

Arancha Bueno
Elena Fernández-Trajiella

Aránzazu Cortina
Susana André (Mkt.Support)

Joao Pisco

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.