

11 de abril de 2019

Cierre de este informe:

7:53 AM

Claves del día:

✓ *Brexit* y elecciones en India

### Ayer: "Sin novedades del BCE pero el mercado aguantó"

El BCE no detalló medidas concretas, ni respecto a los TLTRO-III ni a la posible moderación del tipo de depósito para la banca. Lo más destacable fue: (i) la alusión a que los riesgos siguen sesgados a la baja, pero la probabilidad de una recesión es reducida y (ii) la insistencia de Draghi sobre usar todos los instrumentos necesarios para que la inflación converja hacia su nivel objetivo (+2,0% vs. +1,4% actual). Con ello, las bolsas moderaron sus avances, penalizadas por el sector financiero, y la renta fija se vio respaldada. El otro gran foco de atención era el *Brexit*. Los líderes europeos discutían ayer sobre las condiciones de una nueva extensión. El debate parecía bastante polarizado pero todo apuntaba a una prórroga más bien larga. Con ello, la libra se apreciaba (llegó a caer por debajo de 0,860 vs. euro). En conclusión, la falta de concreción del BCE frenó a las bolsas pero no impidió un cierre ligeramente alcista tras dos sesiones de recorte.

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	26.157	26.151	0,0%	12,1%
S&P 500	2.888	2.878	0,3%	15,2%
NASDAQ 100	7.611	7.568	0,6%	20,2%
Nikkei 225	21.718	21.688	0,1%	8,5%
EuroStoxx50	3.425	3.417	0,2%	14,1%
<b>IBEX 35</b>	<b>9.407</b>	<b>9.408</b>	<b>0,0%</b>	<b>10,1%</b>
PSI20	5.325	5.276	0,9%	12,5%
DAX (ALE)	11.906	11.851	0,5%	12,8%
CAC 40 (FRA)	5.450	5.436	0,2%	15,2%
FTSE 100 (GB)	7.422	7.426	0,0%	10,3%
FTSE MIB (ITA)	21.672	21.672	0,0%	18,3%
Australia	6.201	6.224	-0,4%	9,8%
China (CSI-300)	4.009	4.086	-1,9%	33,2%
Corea	2.221	2.224	-0,1%	8,8%
Hong Kong	29.874	30.120	-0,8%	15,6%
India	38.591	38.585	0,0%	7,0%
Brasil	95.953	96.292	-0,4%	9,2%
México	44.909	45.152	-0,5%	7,9%
MSCI World	2.148	2.143	0,2%	14,0%

\* Color rojo = festivo. En Asia no necesariamente cierres de sesión.

#### Mayores subidas y bajadas

Índice	% diario	Índice	% diario
<b>IBEX 35</b>			
AENA SME SA	2,1%	CAIXABANK SA	-2,4%
MERLIN PROPE	2,1%	BANKIA SA	-1,9%
REPSOL SA	1,6%	AMADEUS IT G	-1,0%
<b>EuroStoxx 50</b>			
UNIBAIL-RODA	3,6%	AIRBUS SE	-1,7%
VINCI SA	1,6%	SOC GENERALE	-1,3%
SAP SE	1,3%	ORANGE	-1,2%
<b>Dow Jones</b>			
GOLDMAN SACH	1,2%	BOEING CO/TH	-1,1%
CISCO SYSTEM	1,2%	UNITEDHEALTH	-1,1%
WALMART INC	0,9%	DOW INC	-1,0%

#### Futuros

	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er Vcto. mini S&P	2.894,00	-1,25	-0,04%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.350	-3,0	-0,09%
1er Vcto. DAX	11.924	-20,50	0,00%
1er Vcto. Bund	165,80	-0,03	-0,02%

#### Bonos

	10-abr	09-abr	+/- día	+/- año
España 10 años	1,04%	1,08%	-3,1pb	-37,2pb
Alemania 2 años	-0,59%	-0,58%	-1,2pb	2,2pb
Alemania 10 años	-0,03%	-0,01%	-1,6pb	-26,8pb
EEUU 2 años	2,32%	2,35%	-2,9pb	-16,7pb
EEUU 10 años	2,46%	2,50%	-3,6pb	-21,9pb
Japón 2 años	-0,163%	-0,161%	-0,2pb	-2,2pb
Japón 10 años	-0,053%	-0,048%	-0,5pb	-5,6pb

Diferenciales renta fija en puntos básicos

#### Divisas

	10-abr	09-abr	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1274	1,1263	+0,1%	-1,7%
Euro-Libra	0,8612	0,8629	-0,2%	-4,2%
Euro-Yen	125,15	125,17	-0,0%	-0,5%
Dólar-Yen	111,07	111,01	+0,1%	+1,3%

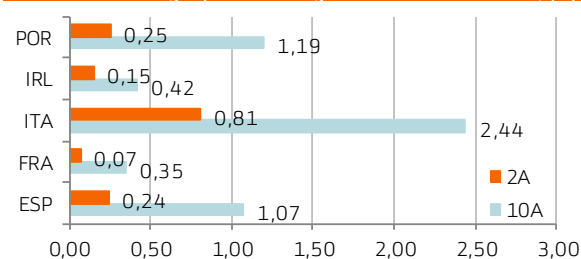
+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

#### Materias primas

	10-abr	09-abr	% día	% año
CRBs	425,30	424,84	0,1%	3,9%
Brent (\$/b)	71,23	70,55	1,0%	34,0%
West Texas (\$/b)	64,61	63,98	1,0%	42,3%
Oro (\$/onza)*	1308,10	1304,07	0,3%	2,0%

\*Para el oro \$/onza troy; cotización M.do. de Londres

#### Primas de riesgo (bonos 10 y 2 años vs Alemania, p.p.)



#### Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Juan Tuesta Joao Pisco Luis Piñas  
Pilar Aranda Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

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

Avda de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

## 1.- Entorno Económico

**FRANCIA (8:45h).**- El IPC final de marzo se confirma en +1,1%, como esperado y preliminar, vs +1,3% en febrero.

**ALEMANIA (8:00h).**- IPC final de marzo quedó en línea con lo estimado: +1,3% vs. +1,5% anterior.

**CHINA (3:30h).**- (i) El IPC cumple las estimaciones al avanzar hasta +2,3% en marzo, vs.+1,5% anterior. El avance deriva de un repunte de los precios de los alimentos frescos que en principio parece temporal y que, por tanto, no afectará al sesgo acomodaticio del PBOC (el banco central). De hecho, la tasa subyacente ha permanecido plana en +1,8%. (ii) Los **Precios de Producción** siguen el mismo patrón: +0,4% en marzo, en línea con lo estimado y vs. +0,1% anterior.

**UEM.**- El BCE **mantuvo sin cambios su política monetaria y no detalló nuevas medidas** (TLTRO III o moderación del tipo de depósito para la banca). El comunicado respetó la misma redacción en cuanto a la guía sobre tipos y la duración del periodo de reinversión de los activos adquiridos en el APP (los tipos se mantendrán en los niveles actuales hasta al menos final de 2019 y seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un periodo prolongado). En la rueda de prensa, Draghi indicó que los detalles del TLTRO III se darán a conocer en próximas comparecencias cuando tengan nuevos datos recientes sobre crecimiento económico e inflación. [Link](#) a la nota completa en el Bróker.

**EE.UU. Actas de la Fed (reunión 19-20 marzo).** En su última reunión, la Fed decidió no volver a subir tipos en 2019 (desde el nivel actual de 2,25/2,50%), finalizar la reducción del balance en septiembre y su nuevo diagrama de puntos anticipaba solo una nueva subida en 2020. **Las perspectivas de crecimiento se modificaron** levemente a la baja. Esta revisión reflejaba el impacto de unos indicadores macro más débiles de lo previsto tanto en la demanda interna como en el crecimiento económico global, que sólo se compensaban parcialmente con una mejora de las condiciones financieras (recuperación en bolsas y proyección de tipos más bajos). La Fed pronostica que el crecimiento del **PIB americano se ralentizará notablemente en el primer trimestre**, pero que esta desaceleración sería transitoria y que el crecimiento se recuperaría en el segundo trimestre. En cuanto al mercado laboral, la Fed considera que las ganancias en empleo se trasladarán en presiones a la baja más pequeñas de lo usual sobre la tasa de desempleo y en una mayor **presión al alza sobre la tasa de participación**. La inflación sigue moderada a pesar de las subidas salariales y los mayores aranceles. **Las expectativas de inflación se mantienen en niveles bajos**. En este entorno la mayoría de los miembros de la Fed concluyeron que la mejor decisión era no volver a subir tipos en 2019. Varios miembros expresaron que los **tipos se podrían mover en "cualquier dirección"** en los próximos meses en función de la evolución de los datos macroeconómicos. En cuanto a la reducción de balance, los miembros del FOMC mostraron bastante unanimidad sobre la decisión de finalizar la reducción en Septiembre, manteniendo un nivel de activos mayor que el que existía antes de la crisis. **OPINIÓN:** En esta reunión, la Fed mostró su lado más *dovish*, poniendo freno a la subida de tipos y declarando que los posteriores movimientos podría ser cualquier dirección (incluyendo una posible bajada) en función de la evolución del entorno económico. La Fed no tiene una hoja de ruta predeterminada y las estimaciones de tipos del diagrama de puntos pueden modificarse significativamente en función de los datos. [Link a Actas](#)

**EE.UU./CHINA.**- Acuerdan constituir una serie de **"oficinas de supervisión/seguimiento" ("enforcement offices")** de las relaciones comerciales después de las conversaciones telefónicas mantenidas entre el Secretario del Tesoro americano (Mnuchin) y el Vice Primer Ministro chino (Liu He) esta semana, conversaciones que continuarán hoy. **OPINIÓN:** Impacto más bien neutral sobre el mercado a corto plazo. Sin embargo, este desenlace poco conclusivo encaja con nuestra estimación de que en realidad no se firmará ningún acuerdo formal que resuelva las relaciones comerciales, sino más bien acuerdos parciales consecutivos sobre aspectos puntuales que seguirán dando soporte positivo al mercado. Precisamente la constitución de "oficinas de supervisión/seguimiento" transmite la impresión de que las negociaciones bajarán de nivel (del nivel político al técnico) a partir de ahora, al menos en parte, y eso podría convertirlas en interminables. Nos reafirmamos en la idea de que **las negociaciones comerciales permanecerán abiertas al menos hasta noviembre 2020** porque es entonces cuando se celebran elecciones en Estados Unidos y mantener vivo este asunto favorecería la reelección de Trump. Por eso nos parece altamente improbable que se cumpla la expectativa del propio Trump de cerrar un acuerdo hacia finales de abril. Esta especie de "desenlace sin desenlace" ni favorecerá ni perjudicará las bolsas. Las **principales demandas americanas pendientes** de aceptación por China y, por tanto, sujetas a negociación son: respeto a la propiedad intelectual, no transferencia encubierta de tecnología, fin de los subsidios en el sector industrial, mayor apertura del mercado chino a las compañías americanas (p.ej., eliminación de la obligatoriedad de tener un accionista mayoritario chino en las filiales en China) e incremento

## Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Juan Tuesta Joao Pisco Luis Piñas  
Pilar Aranda Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

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

Avda de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas (Madrid)

de las importaciones de productos agrícolas y manufacturados americanos. Otra de las razones para esperar unas negociaciones realmente largas es que algunas de estas reclamaciones son muy difíciles de cuantificar.

**ITALIA.- La Producción Industrial** avanzaba +0,9% en febrero desde -0,8% anterior y -1,1% estimado.

**REINO UNIDO.- (i) La Producción Industrial** sorprendió positivamente en febrero al aumentar +0,1% a/a vs -0,9% esperado y -0,3% dato anterior (revisado a mejor desde -0,9%). Se trata del mejor dato desde septiembre de 2018.

**(ii) La Producción Manufacturera** creció a un ritmo de +0,6% a/a en febrero desde -0,7% anterior (revisado a mejor desde -1,1%) y vs. -0,6% estimado. **(iii) La Balanza Comercial** mostró en febrero un déficit de -4.860MGBP desde -5.345MGBP (revisado a peor desde -3.825MGBP publicados anteriormente). El dato defraudó las estimaciones que adelantaban una ligera mejora hasta -3.789MGBP.

Información completa sobre nuestras notas macro en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS>

## 2.- Sigüientes acontecimientos relevantes no inmediatos

**26 abril:** S&P revisa el *rating* de Italia.

**28 abril:** Elecciones generales en España.

**17 mayo:** Vence el plazo para que EE.UU. decida sobre la posible imposición de **aranceles a los autos europeos**.

**22 mayo:** Nueva fecha posible para el *Brexit* (en caso de aprobación del acuerdo por el Parlamento Británico)

**24 mayo:** Revisiones de *ratings* de Moody's sobre España y de Fitch sobre Portugal.

**23/26 mayo:** Elecciones al Parlamento Europeo (entre el 23 y el 26, de pendiendo del estado miembro) y en España: municipales y autonómicas (excepto en Andalucía, Cataluña, País Vasco y Galicia).

**1 junio 2020:** Primer vencimiento de los TLTRO II por importe de 399.290 M€ sobre un total de 740.190 M€.

Sigüientes vencimientos: 2 septiembre 2020 (45.270 M€), 3 diciembre (62.160 M€) y 4 marzo 2021 (233.470 M€).

**21 junio:** Fitch revisa su *rating* sobre España.

**24 junio:** Dictamen del TSJE sobre el índice IRPH en banca.

**28/29 junio:** G20 en Osaka (Japón).

**Finales octubre:** Decisión *Brexit*

## 3.- Compañías Europeas

**LVMH (Cierre: 329,75 €; Var.: +0,75%):** Las ventas del 1T19 batan las expectativas y registran un aumento de +16%.-

En el 1T19 registró un volumen de ingresos de 12.538 M€ (+15,5%), superando los 12.194,6 M€ (+12,4%) estimados por el consenso de mercado (*Bloomberg*). A tipo de cambio y perímetro de consolidación constantes, las ventas crecieron +11%. Todas las áreas de negocio mostraron crecimiento positivo de doble dígito salvo Relojes: Vinos & Licores 1.349 M€ (+13%); Moda 5.111 M€ (+20%); Perfumes y Cosmética 1.687 M€ (+12%), Relojes y joyería 1.046 M€ (+9%), Otros 3.510 M€ (+13%). **OPINIÓN:** Cifras muy satisfactorias que deberían despejar las dudas acerca del impacto de la desaceleración de la demanda de China y reafirmar la capacidad de LVMH de mantener tasas de crecimiento sostenibles de doble dígito. Recordamos que LVMH es una de nuestras principales recomendaciones en nuestra [cartera de acciones europea](#). YTD acumula una revalorización de +27,7% en 2019 tras +5,2% en 2018.

**TELEPIZZA (Acudir a la OPA; Cierre: 6,22€; Var. -0,96%):** El Consejo de Administración ha emitido por unanimidad una opinión favorable a la OPA de KKR. La OPA es sobre el 100% de Telepizza a 6€/acción y el plazo de aceptación se extenderá desde el 1 hasta el 30 de abril, ambos incluidos. La OPA está condicionada a una aceptación de al menos el 75% de las acciones a las que se dirige (por tanto, 46,44% del capital). Si tiene éxito, KKR tiene el objetivo de excluir a Telepizza de cotización en bolsa. KKR ya es titular de un 28,5% del capital, con lo que la oferta se extiende al 71,435% restante. Cuatro accionistas, titulares del 12,73% del capital (Santander Asset Management, Alliance Bernstein, Axxion y Formuepleje) se han comprometido a aceptar la oferta, salvo en el caso de que se formule una oferta competidora que no sea igualada por KKR (Santander y Axxion). El Consejo valora positivamente el hecho de que la oferta se extiende a la totalidad del capital, que es en efectivo y que el precio ofrecido es superior a la valoración emitida por EY a petición del mismo (5,68€/acción). A petición del Consejo, BAML ha emitido una opinión sobre la oferta concluyendo que el precio ofrecido es "justo" desde el punto de vista financiero. Las acciones en manos del Consejo y la autocartera, que suman un 3,271% del capital, también aceptarán la oferta. **OPINIÓN:** Nuestra recomendación es Acudir a la OPA porque el precio ofrecido nos parece atractivo dadas las perspectivas de la compañía en un entorno altamente competitivo. Si bien, esperaríamos al final del plazo de aceptación para permitir la posibilidad de una oferta competidora, aunque este hecho parece improbable. El Consejo informa que han contactado con 33 potenciales inversores que pudieran mejora la oferta de KKR y que ninguna gestión ha resultado positiva.

### Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Juan Tuesta Joao Pisco Luis Piñas  
Pilar Aranda Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

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

Avda de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

El precio ofrecido equivale a pagar los siguientes multiplicadores para 2018 y 2019 respectivamente en cada caso: (i) **Multiplicador EBITDA** de 9,6x y 8,2x. (ii) **PER** ordinario de 19,3x y 16,7x. (iii) **EV/EBITDA** 11,8x y 9,4x. Se trata de multiplicadores más bien altos (y, por tanto, atractivos para el actual accionista, si vende en la OPA) para una compañía cuyo EBITDA apenas ha crecido entre 2016 y 2018 (63,6M€, 67,2M€ y 65,2M€), aunque empezaría a mejorar a partir de 2019 (estimamos aprox. 73,5M€). En 2018 los ingresos disminuyeron -5,7% hasta 340,3 M€, el EBITDA -2,9% hasta 67,2 M€ y el BNA fue negativo de -10,4M€. Excluyendo extraordinarios por la absorción de Pizza Hut, el BNA ascendió a 31,8 M€ (-1,9%). Aun con la mejora prevista del EBITDA en 2019, **los multiplicadores implícitos aceptados nos parecen más bien elevados por lo que recomendamos aceptar esta OPA**. Sobre todo, teniendo en cuenta que el avance del BNA (Beneficio Neto Atribuible) en los últimos años se ha debido principalmente a la reducción de los costes financieros y a efectos fiscales.

**ACERINOX (Neutral P. Obj: 10,40€ Cierre: 9,2540€ Var.:+0,46%) estudia con Tesla el uso de acero inoxidable para el soporte de la batería, según El Confidencial.** Según estas fuentes el proyecto para este uso estaría en fase de estudio y el reto parece lograr las ventajas de resistencia de este producto sin elevar mucho el peso de la pieza. **OPINIÓN:** Uno de los principales usuarios de acero inoxidable proviene de la industria del automóvil (según ISSF a 2017 unos 39,2 Kg/vehículo), entre otras piezas en los sistemas de escape de los vehículos. La entrada de vehículos eléctricos supone un riesgo para algunos usos, pero también podría llegar a suponer nuevas oportunidades, como las que se mencionan en este artículo.

**MERLIN PROPERTIES (Comprar; Pr. Objetivo: 13,80€; Cierre: 11,88€; Var. Día: +2,06%): Merlin se plantea crear una Socimi en Portugal o cotizar en la bolsa de Lisboa.** La compañía anunció ayer en su JGA que estaría planteándose la creación de una Socimi en Portugal que se constituiría antes de finalizar el año. Por otro lado, Merlin estaría planteándose también la posibilidad de una doble cotización de sus acciones en las Bolsas de Madrid y Lisboa con el objetivo de "dar más visibilidad a la compañía y atraer al ahorrador portugués". Además, la compañía subrayó que se van a realizar inversiones en suelo dedicado al segmento de la logística y que se podría analizar alguna compra puntual en Lisboa. **OPINIÓN:** Noticia positiva para Merlin, que aprovecha la sólida situación financiera de la compañía para seguir con su expansión internacional en un mercado con un potencial atractivo como es el portugués.

**SACYR (Neutral; Cierre 2,10€; Var. Día: -8,93%): Sacyr anuncia emisión de bonos convertibles por valor de hasta 175M€.-** La compañía anunció ayer una emisión de bonos convertibles por valor de 150M€ con la opción de incrementar otros 25M€ adicionales en función de la demanda. Los fondos netos obtenidos se utilizarán para recomprar una emisión existente de deuda senior al 4% de 250M€ con vencimiento 8 de mayo 2019. Los nuevos bonos vencen a 5 años y el cupón se situará entre un 3% y un 3,75%. Los bonos serán convertibles a elección del titular desde su desembolso hasta 10 días antes del vencimiento o de su amortización. **OPINIÓN:** La operación se enmarca dentro del proceso de reducción de deuda que está acometiendo la compañía de la mano de las ventas de activos (como la recientemente anunciada venta del negocio de concesiones en Chile) y ahora con la emisión del convertible. Recordemos que Sacyr cerró el 2018 con un ratio de Deuda Neta / EBITDA de Sacyr 7,45x es uno de los más elevados del sector. Según nuestros cálculos y atendiendo a las condiciones de convertibilidad anunciadas, estimamos un posible impacto por la dilución de un 9,4%, con lo que la caída de la acción vivida ayer (-8,93%) ya habría reflejado en buena parte de este impacto.

#### 4.- Compañías Americanas y de otros mercados

##### S&P por sectores.-

**Los mejores:** Inmobiliario +0,73%; Tecnología +0,70%; Consumo Discrecional +0,49%.

**Los peores:** Utilities -0,38%; Materiales -0,03%; Industriales -0,01%.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer destacan: (i) **LEVI STRAUSS (22,7\$;+3,9%)**, las acciones de la compañía que empezó a cotizar el 20/03 llegaron a subir +5,0% durante la sesión animadas por la presentación de resultados. La estrategia de la compañía, orientada a ganar presencia en el segmento femenino y la venta multicanal (tienda física y online) parece estar dando sus frutos. Las ventas aumentaron +7,0% en 1T 19 y el BNA alcanzó 146 M\$ (vs -19 M\$ en 1T 18). La compañía **acumula una revalorización cercana a +34,0% desde su estreno en bolsa**. Cabe recordar que Levis se encuentra entre nuestros valores favoritos en EE.UU y está presente en nuestra cartera modelo americana. [Adjuntamos link al Top USA Selección.](#)

##### Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Juan Tuesta Joao Pisco Luis Piñas  
Pilar Aranda Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

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

Avda de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

(ii) **DELTA AIRLINES (57,8\$;+1,6%)**, la segunda compañía aérea de EE.UU presentó unos resultados mejores de lo esperado gracias a la positiva evolución de la demanda de viajeros y su colaboración con American Express. La compañía mejoró además el *guidance* de resultados para el conjunto del año. Delta estima alcanzar un crecimiento en ventas de +5,0/7,0% (vs 4,0/6,0% anterior). La cifra de ventas en 1T 19 alcanzó 10.470 M\$ (+5,1%). Las acciones de Delta acumulan una revalorización de +15,9% en 2019 que compara positivamente con la evolución de competidores como Southwest Airlines o American Airlines, que se han visto negativamente afectadas por su flota de aviones (Max 737) y (iii) **TESLA (276,0\$;+1,3%)**, cotizó positivamente la posibilidad de que se apruebe una extensión de los créditos fiscales obtenidos por las fuertes inversiones realizadas en coches eléctricos. El importe de créditos fiscales de Tesla se sitúa en 3.750 M\$ - equivalente al 7,9% de su capitalización bursátil.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **AMERISOURCE (74,0\$;-4,4%)**, el proveedor de servicios farmacéuticos llegó a caer un -5,0% durante la sesión (mínimo de tres meses) tras la revisión a la baja en el precio objetivo por parte de los analistas. La compañía cotiza con prima en relación a sus comparables, las incertidumbres regulatorias son elevadas y la potencial entrada de Amazon en el negocio invita a la prudencia y (ii) **SNAP- ON (153,8\$;-2,1%)** el fabricante y distribuidor global de bienes de equipo acusó la rebaja de recomendación por parte de los analistas ante el aumento de la presión competitiva a corto plazo y un menor ritmo de crecimiento en el sector.

**UBER (no -cotiza): Se espera que hoy presente ante el regulador de los mercados (SEC) la documentación para su salida a bolsa.** El debut en bolsa de la compañía está previsto para el próximo 10 de mayo. Mediante su salida a bolsa, la compañía espera captar 10.000 M\$. La OPV de Uber será la mayor de 2019 y una de las diez mayores colocaciones de la historia por detrás de Alibaba y Facebook. Cabe recordar que la valoración implícita de la compañía alcanzó 76.000 M\$ con la entrada de Toyota en el capital durante 2018 pero **el rango de valoración que maneja el mercado para la OPV aumenta hasta 120.000 M\$**. Los ingresos crecen a un ritmo de doble dígito alto (+43,0%) hasta 11.300 M\$, aunque la compañía registró pérdidas de 1.800 M\$ (-15,0% a/a) en 2018. Los resultados de 2018 se vieron afectados por la salida de la compañía de China y Rusia donde la regulación para los servicios de transporte con conductor es más exigente. Sin tener en cuenta las plusvalías generadas por este motivo, Uber habría registrado unas pérdidas de 3.300 M\$. Cabe recordar su competidor Lift registró pérdidas en 2018 por importe de 911 M\$ y su capitalización bursátil actual supera 19.000 M\$.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, EE.UU. 22:00h, Japón 8:00h

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

#### Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Juan Tuesta Joao Pisco Luis Piñas  
Pilar Aranda Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

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

Avda de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas (Madrid)

## Tipo de intervención del BCE

	Real	Esperado	Anterior
Tipo director BCE	0,00%	0,00%	0,00%
Tipo depósito BCE	-0,40%	-0,40%	-0,40%

## Reacción de los mercados a las declaraciones de Draghi

	Antes	Después	Impacto
EUR/USD	1,1280	1,1263	-
S&P500	2.878	2.885	+
Eurostoxx50	3.430	3.425	-
Bund (TIR)	-0,006%	-0,033%	-

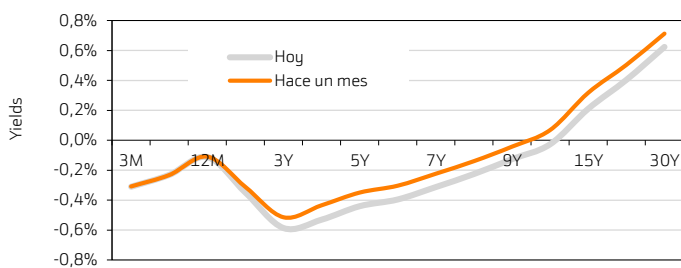
## CLAVES DEL MENSAJE

*El BCE mantiene sin cambios los tipos y la reinversión de activos. El comunicado mantiene la misma redacción en cuanto a la guía sobre tipos y la duración del periodo de reinversión de los vencimientos de activos (los tipos se mantendrán en los niveles actuales hasta al menos final de 2019 y seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un período prolongado). En la rueda de prensa, Draghi ha indicado que los detalles del TLTRO III se darán a conocer en próximas comparecencias cuando tengan nuevos datos recientes sobre crecimiento económico e inflación.*

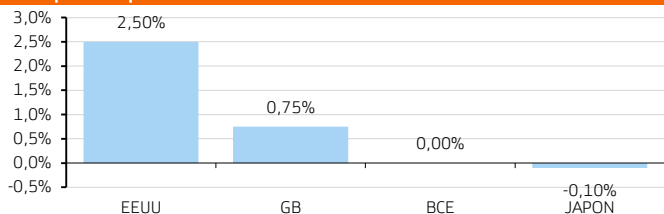
**Política monetaria:** El BCE mantiene sin cambios los tipos de interés (Depósito -0,4%, Referencia +0,0% y Crédito +0,25%). **Mantiene también la misma guía sobre tipos del comunicado anterior:** "actuales al menos hasta el final de 2019 y en todo caso durante el tiempo necesario". El BCE **no modifica la duración de la reinversión** de los valores que vayan venciendo, que mantendrá "durante un periodo prolongado tras la fecha en la que comiencen a subir tipos de interés oficiales". **Finalmente, en la rueda de prensa el BCE no ha dado más detalles del nuevo programa TLTRO III más allá de los datos ya conocidos** (comienzo en septiembre 2019, vencimiento 2 años y referenciado al tipo de referencia del 0%) y ha indicado que los detalles del programa se darán a conocer en futuras comparecencias cuando tengan nuevos datos recientes sobre crecimiento económico e inflación. En cuanto al programa de compra de activos (APP) se ha indicado específicamente que no se ha planteado en ningún momento extenderlo a compra de acciones.

**En resumen:** Comparecencia de transición, en la que el BCE no ha presentado novedades significativas y no ha dado detalles ni al respecto del programa de TLTRO-III ni sobre la posibilidad de cambiar las condiciones en el tipo de depósito.

## Tipos UEM, desplazamiento de la curva el último mes.



## Principales tipos de intervención



## Descripción.-

### Más información sobre el BCE:

<http://www.ecb.int/mopo/intro/html/objective.en.html>

### Web del BCE:

<http://www.ecb.int>

## Impacto en mercados

**Impacto:** Es uno de los acontecimientos más relevantes, impactando sobre bolsas, bonos, divisas, etc. Más importante que el nivel de tipos es el mensaje de Draghi.

**Bolsas:** ==

**Euro:** ==

**Bonos (precio):** ==

## RUEDA DE PRENSA Y OPINIÓN

**Términos del nuevo programa de TLTRO-III:** Draghi ha indicado que en la reunión del Consejo de Gobierno no se ha entrado a debatir los términos concretos del programa TLTRO-III dado que se ha considerado que era necesario un análisis detallado de dos aspectos: (i) una evaluación exhaustiva del papel de los bancos como canal de transmisión de la política monetaria y (ii) la evolución de las perspectivas económicas. En este sentido, el nuevo cuadro macroeconómico, que se conocerá en la próxima reunión de junio, será una herramienta clave para diseñar los detalles del programa.

**Tipos de depósito:** Por otro lado, el BCE evaluará si la preservación de las implicaciones favorables de los tipos negativos para la economía requiere la mitigación de sus posibles efectos secundarios, si los hubiera, sobre en negocio bancario.

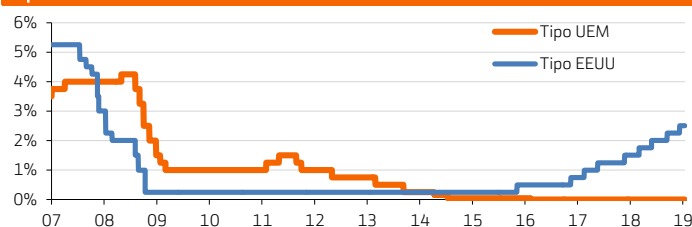
**Entorno de crecimiento:** Según el BCE, los mensajes respecto al crecimiento de Eurozona disponible desde la última reunión confirman una desaceleración que se extenderá durante todo el actual ejercicio 2019. Los obstáculos globales y la persistencia de incertidumbres, relacionadas con los factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, continúan afectando la evolución del crecimiento. Finalmente, Draghi ha destacado que la probabilidad de un escenario de recesión en la Eurozona sigue lejano.

**Inflación:** El BCE considera que el crecimiento del empleo y de los salarios continúan sustentando la resiliencia de la economía doméstica y aumentando gradualmente las presiones inflacionistas. Sin embargo, sigue siendo necesario un amplio grado de política acomodaticia para salvaguardar las condiciones de financiación favorables, apoyar la expansión económica y garantizar que la inflación permanezca de forma sostenida en niveles inferiores, pero próximos al 2% en el medio plazo.

**Fusiones bancarias:** Draghi ha señalado que el BCE no tiene preferencia respecto a que las integraciones bancarias sean domésticas o transfronterizas, si bien considera que hay un claro exceso de capacidad en el sistema bancario europeo y que esto incide directamente en su baja rentabilidad.

**OPINIÓN:** Si bien pensamos que el mercado esperaba algo más de concreción en los detalles sobre los principales asuntos pendientes (TLTROs, tipo de depósito, etc.) no creemos que la comparecencia de hoy vaya a tener excesivo impacto en mercado. La reacción inicial ha sido de subida en precio (bajada en TIR) de los bonos (Bund -0,033%) y de cierta debilidad en el Euro (1,1268 EURUSD -0,2%). El sector bancario es el más afectado (EuroStoxx Banks -1,2%) por la falta de detalles de los TLTROs y la confirmación de un escenario macro que se mantiene débil.

## Tipo de intervención de la Fed vs BCE



## Descripción

El principal objetivo del BCE y de su comité de política monetaria consiste en mantener la estabilidad de los precios. "Sin perjudicar el objetivo de la estabilidad de precios" el sistema Euro también deberá "apoyar las políticas económicas de la Unión con la intención de contribuir a la obtención de sus objetivos". Esto incluye el mantener un alto nivel de empleo y un crecimiento sostenible no inflacionista.

## Análisis Bankinter

Ramón Forcada Aránzazu Bueno Elena Fernández-Traipella Esther Gutierrez de la Torre Luis Piñás

Rafael Alonso Juan Tuesta Joao Pisco Aránzazu Cortina Pilar Aranda

Susana André (Mktg)

Por favor, consulte importantes advertencias leales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker/binarios?secc=OPVS&subs=DISC&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.

<http://broker.ebankinter.com/>  
<http://www.ebankinter.com/>

Avda de Bruselas, 14  
28108, Alcobendas (Madrid)

ANTERIOR MENSAJE DEL BCE: Introducción/extracto

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307~7d8a9d2665.en.html>

En su reunión de hoy, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado las siguientes decisiones de política monetaria:

1) El tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación y los tipos de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito **se mantendrán sin variación en el 0,00%, el 0,25% y el -0,40%**, respectivamente.

El Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles **actuales al menos hasta el final de 2019** y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

2) El Consejo de Gobierno prevé seguir **reinvirtiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos** en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un **período prolongado tras** la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

3) Una nueva serie de **operaciones trimestrales de financiación** a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, en sus siglas en inglés) se llevará a cabo entre septiembre de 2019 y marzo de 2021, todas con vencimiento a dos años. Estas nuevas operaciones contribuirán a mantener unas condiciones de financiación favorables y una transmisión fluida de la política monetaria. En el marco de las TLTRO-III, las entidades de contrapartida podrán obtener financiación por un importe de hasta el 30% de sus préstamos computables a 28 de febrero de 2019 a un tipo indexado al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación durante la vida de cada operación. Al igual que el programa actual de TLTRO, las TLTRO-III ofrecerán incentivos para que las condiciones crediticias sigan siendo favorables. Se comunicarán más detalles sobre las condiciones precisas de las TLTRO-III más adelante.

4) Las operaciones de crédito del Eurosistema seguirán realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el final del período de mantenimiento de reservas que comenzará en marzo de 2021.

ACTUAL MENSAJE DEL BCE: Introducción

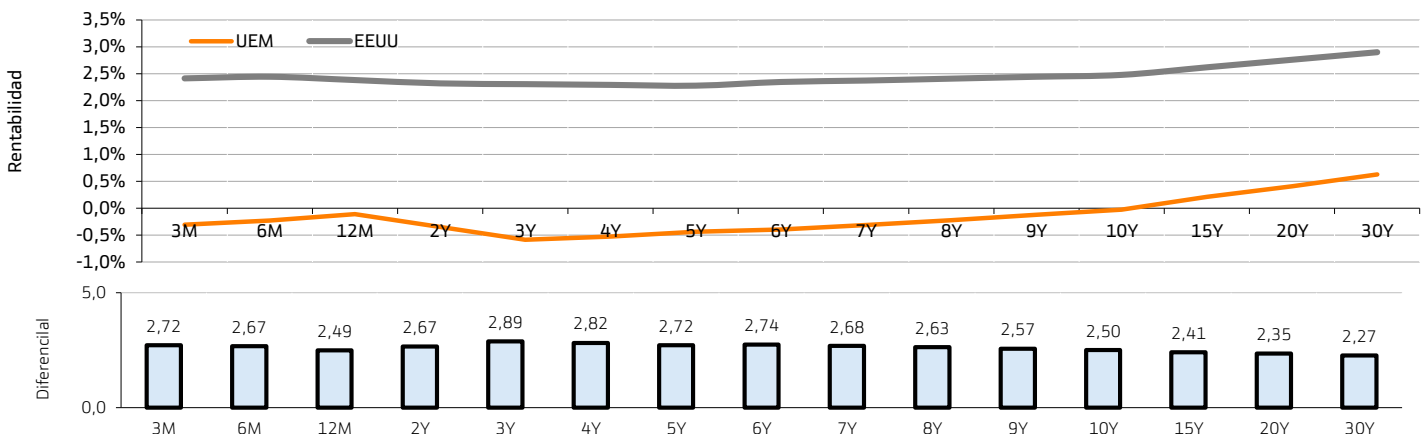
<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190410~3df2ed8a4c.e>

En su reunión de hoy, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha decidido que los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se **mantendrán sin variación en el 0,00%, el 0,25% y el -0,40%**, respectivamente.

El Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles **actuales al menos hasta el final de 2019** y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno prevé **seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos** en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un **período prolongado** tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

CURVA DE TIPOS DE INTERÉS EN EUROPA Y EEUU.



Análisis Bankinter

Ramón Forcada Aránzazu Bueno Elena Fernández-Tripiella Esther Gutierrez de la Torre Luis Piñas  
Rafael Alonso Juan Tuesta Joao Pisco Aránzazu Cortina Pilar Aranda

Susana André (Mktg)

<http://broker.ebankinter.com/>

<http://www.ebankinter.com/>

Avda de Bruselas, 14  
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/responsabilidad_legal)

## DISCURSO INTRODUCTORIO A LA RUEDA DE PRENSA (TEXTO COMPLETO)

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. We will now report on the outcome of today's meeting of the Governing Council.

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. We continue to expect them to remain at their present levels at least through the end of 2019, and in any case for as long as necessary to ensure the continued sustained convergence of inflation to levels that are below, but close to, 2% over the medium term.

We intend to continue reinvesting, in full, the principal payments from maturing securities purchased under the asset purchase programme for an extended period of time past the date when we start raising the key ECB interest rates, and in any case for as long as necessary to maintain favourable liquidity conditions and an ample degree of monetary accommodation.

The Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, to ensure that inflation continues to move towards the Governing Council's inflation aim in a sustained manner.

Details on the precise terms of the new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) will be communicated at one of our forthcoming meetings. In particular, the pricing of the new TLTRO-III operations will take into account a thorough assessment of the bank-based transmission channel of monetary policy, as well as further developments in the economic outlook. In the context of our regular assessment, we will also consider whether the preservation of the favourable implications of negative interest rates for the economy requires the mitigation of their possible side effects, if any, on bank intermediation.

The information that has become available since the last Governing Council meeting in early March confirms slower growth momentum extending into the current year. While there are signs that some of the idiosyncratic domestic factors dampening growth are fading, global headwinds continue to weigh on euro area growth developments. The persistence of uncertainties, related to geopolitical factors, the threat of protectionism and vulnerabilities in emerging markets, is leaving marks on economic sentiment. At the same time, further employment gains and rising wages continue to underpin the resilience of the domestic economy and gradually rising inflation pressures. However, an ample degree of monetary accommodation remains necessary to safeguard favourable financing conditions and support the economic expansion, and thus to ensure that inflation remains on a sustained path towards levels that are below, but close to, 2% over the medium term. Significant monetary policy stimulus is being provided by our forward guidance on the key ECB interest rates, reinforced by the reinvestments of the sizeable stock of acquired assets and the new series of TLTROs.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Euro area real GDP rose by 0.2%, quarter on quarter, in the fourth quarter of 2018, following an increase of 0.1% in the third quarter. Incoming data continue to be weak, especially for the manufacturing sector, mainly on account of the slowdown in external demand, which has been compounded by some country and sector-specific factors. As the impact of these factors is turning out to be somewhat longer-lasting, the slower growth momentum is expected to extend into the current year. Looking ahead, the effect of these adverse factors is expected to unwind. The euro area expansion will continue to be supported by favourable financing conditions, further employment gains and rising wages, and the ongoing – albeit somewhat slower – expansion in global activity.

The risks surrounding the euro area growth outlook remain tilted to the downside, on account of the persistence of uncertainties related to geopolitical factors, the threat of protectionism and vulnerabilities in emerging markets.

According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was 1.4% in March 2019, after 1.5% in February, reflecting mainly a decline in food, services and non-energy industrial goods price inflation. On the basis of current futures prices for oil, headline inflation is likely to decline over the coming months. Measures of underlying inflation remain generally muted, but labour cost pressures have strengthened and broadened amid high levels of capacity utilisation and tightening labour markets. Looking ahead, underlying inflation is expected to increase over the medium term, supported by our monetary policy measures, the ongoing economic expansion and rising wage growth.

Turning to the **monetary analysis**, broad money (M3) growth increased to 4.3% in February 2019, from 3.8% in January. Looking through some volatility in monthly flows, M3 growth continues to be backed by bank credit creation, notwithstanding a recent moderation in credit dynamics. The narrow monetary aggregate M1 remained the main contributor to broad money growth.

The annual growth rate of loans to non-financial corporations rebounded to 3.7% in February 2019, from 3.4% in January, reflecting mainly a base effect. Looking through short-term volatility, the annual growth rate of loans to non-financial corporations has moderated in recent months, reflecting the typical lagged reaction to the slowdown in economic growth. At the same time, the annual growth rate of loans to households remained broadly unchanged at 3.3% in February. The euro area bank lending survey for the first quarter of 2019 suggests that overall bank lending conditions remained favourable.

Our monetary policy measures, including the new series of TLTROs that we announced in March, will help to safeguard favourable bank lending conditions and will continue to support access to financing, in particular for small and medium-sized enterprises.

To sum up, a **cross-check** of the outcome of the economic analysis with the signals coming from the monetary analysis confirmed that an ample degree of monetary accommodation is still necessary for the continued sustained convergence of inflation to levels that are below, but close to, 2% over the medium term.

In order to reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas must contribute more decisively to raising the longer-term growth potential and reducing vulnerabilities. The implementation of **structural reforms** in euro area countries needs to be substantially stepped up to increase resilience, reduce structural unemployment and boost euro area productivity and growth potential. Regarding **fiscal policies**, the mildly expansionary euro area fiscal stance and the operation of automatic stabilisers are providing support to economic activity. At the same time, countries where government debt is high need to continue rebuilding fiscal buffers. All countries should reinforce their efforts to achieve a more growth-friendly composition of public finances. Likewise, the transparent and consistent implementation of the European Union's fiscal and economic governance framework over time and across countries remains essential to bolster the resilience of the euro area economy. Improving the functioning of Economic and Monetary Union remains a priority. The Governing Council welcomes the ongoing work and urges further specific and decisive steps to complete the banking union and the capital markets union.

We are now at your disposal for questions.

## Análisis Bankinter

Ramón Forcada Aránzazu Bueno Elena Fernández-Trapiella Esther Gutierrez de la Torre Luis Piñas  
Rafael Alonso Juan Tuesta Joao Pisco Aránzazu Cortina Pilar Aranda (Asesoramiento)

Susana André (Mktg)

<http://broker.ebankinter.com/>

<http://www.ebankinter.com/>

Avda de Bruselas, 14  
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Pág. 3 de 3

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

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