

Evolución Mercados

Bolsas	14-02-20	1W (%)	MTD (%)	YTD (%)	Renta Fija	14-02-20	1W (p.b.)	MTD (p.b.)	YTD (p.b.)
Ibex	9.956,8	1,5%	6,3%	4,3%	€STR	-0,54	-0,1	0,1	-0,7
EuroStoxx50	3.841,0	1,1%	5,5%	2,6%	Euribor3M	-0,41	-1,3	-2,0	-3,0
Stoxx600	430,5	1,5%	4,8%	3,5%	Euribor12M	-0,29	-2,4	-0,9	-4,4
S&P 500	3.380,2	1,6%	4,8%	4,6%	Gobiernos				
Nasdaq 100	9.623,6	2,4%	7,0%	10,2%	2A EEUU	1,43	2,7	11,5	-14,1
Japón: Topix	1.702,9	-1,7%	1,1%	-1,1%	10A EEUU	1,58	0,1	7,8	-33,3
China: CSI300	3.987,7	2,3%	-0,4%	-2,7%	2A ALE	-0,66	-1,2	1,5	-5,4
HK: Hang Seng	27.815,6	1,5%	5,7%	-1,3%	10A ALE	-0,40	-1,5	3,3	-21,6
India: Sensex	41.257,7	0,3%	1,3%	0,0%	2A ESP	-0,46	-4,0	-2,8	-6,7
Brasil: Bovespa	114.380,7	0,5%	0,5%	-1,1%	10A ESP	0,29	1,1	5,9	-17,4
México: IPC	44.999,7	1,4%	2,0%	3,4%	2A ITA	-0,21	0,2	-0,4	-16,2
MSCI World (\$)	2.431,4	1,1%	3,8%	3,1%	10A ITA	0,92	-2,2	-1,4	-49,1
MSCI Emerging (\$)	1.106,3	1,3%	4,1%	-0,8%	2A PORT	-0,42	-4,0	2,0	12,4
					10A PORT	0,29	-2,7	2,5	-15,1
FX	14-02-20	1W (%)	1M (%)	YTD (%)	Crédito (diferenciales)				
EUR/USD	1,0831	-1,1%	-2,4%	-3,4%	IG EUR		-0,6	0,1	-6,6
EUR/JPY	118,95	-1,0%	-1,0%	-2,3%	HY EUR		-10,4	-26,4	-8,8
EUR/GBP	0,8301	-2,2%	-1,2%	-1,9%	IG USD		-0,2	-4,1	7,9
EUR/CHF	1,0644	-0,5%	-0,4%	-2,0%	HY USD		-13,0	-32,2	20,4
MMPP-Vol	14-02-20	1W (%)	1M (%)	YTD (%)	Emergentes (índices)	1W (%)	1M (%)	YTD (%)	
Petróleo Brent	57,3	5,2%	-1,4%	-13,2%	EM Div. fuerte	0,5%	0,6%	2,4%	
CRB	173	1,7%	1,6%	-6,9%	EM Div. local	0,6%	0,6%	0,0%	
Oro	1.584	0,9%	-0,3%	4,4%	EM Corporates	0,4%	0,8%	2,4%	
VIX	13,7	-11,6%	-27,4%	-0,7%					

Resumen

- El mercado continuó rebotando la semana pasada a pesar de los nuevos avances del virus. La macro fue más bien mixta así que el catalizador se encuentra en unos resultados empresariales bastante positivos y en la idea de que los bancos centrales apoyarán con más estímulo si fuera necesario.
- La semana comienza con subidas bursátiles en China por las medidas anunciadas por su banco central. Habrá que ver si el ánimo comprador continúa cuando se vayan publicando los primeros datos macro de febrero, que recogen el impacto inicial del coronavirus: el indicador de actividad Empire Manufacturing, el de la Fed de Filadelfia, el ZEW alemán, la Confianza del Consumidor de la UEM y los PMIs preliminares.

Clase de Activo Explicación de Mercado

Clase de Activo	Explicación de Mercado
Renta Fija	Además de los activos de riesgo, los bonos soberanos también subieron la semana pasada con la excepción de la deuda americana, que estuvo prácticamente plana. La rentabilidad a diez años del bono americano repitió en 1,58% mientras que la alemana cayó -2 p.b. hasta -0,40%. Dentro de la periferia destacó la deuda griega cuya rentabilidad se redujo -11 p.b. en la semana, hasta cerrar en 0,94%. Italia aprovechó el buen momento para colocar un sindicado a quince años. La prima de riesgo estrechó un punto básico hasta 132 p.b mientras que la

	española amplió tres, hasta 70 p.b.
Renta Variable	<p>Las bolsas siguieron subiendo la semana pasada, con algunas excepciones como la del Topix japonés (-1,7% en la semana). El S&P500 sumó +1,58% en la semana y subió todos los días salvo el jueves. El Eurostoxx sumó +1,1% y el Ibex, +1,1%. El MSCI de emergentes rebotó +1,3% y el MSCI World, +1,1%.</p> <p>Dentro del Stoxx600, los sectores que mejor se comportaron fueron Real Estate (+3,9%) y Utilities (+2,9%) mientras que Oil&Gas y Media fueron los que peor se comportaron, con variaciones de -0,3% y +0,1%, respectivamente.</p> <p>En EEUU, los sectores que mejor se comportaron fueron Real Estate (+4,8%) y Consumo Cíclico (+2,6%). En el lado opuesto de la tabla quedaron Energía (+0,3%) y Financieras (+0,7%).</p>
Crédito	<p>El crédito encadenó otra semana positiva. El segmento de mayor calidad, IG, estuvo prácticamente plano tanto en euros como en dólares, pero el de High Yield mejoró claramente. Los diferenciales de los bonos de contado de HY se estrecharon -10 p.b. en euros y -13 p.b. en dólares.</p> <p>Fue destacado el <i>downgrade</i> a Kraft hasta "bono basura". La compañía presentó resultados y anunció que no recortaría el dividendo lo que llevó a la agencia Fitch a recortar su rating desde BBB- hasta BB+.</p> <p>La deuda emergente también mejoró y subió +0,6% en divisa local y +0,5% en divisa fuerte.</p>
Divisas	<p>Durante la semana pasada continuó la tónica de debilidad de la divisa europea: se depreció -1,1% frente al dólar hasta 1,083, -1% frente al yen hasta 118,95 y -2% frente a la libra esterlina.</p>
Materias Primas	<p>El Brent se recuperó con fuerza la semana pasada (+5,2%). Al parecer, la OPEP ha cancelado la reunión de emergencia por el coronavirus.</p> <p>El oro siguió subiendo, +0,9% en la semana, a pesar el entorno de mayor apetito por el riesgo.</p> <p>El índice de materias primas CRB escaló +1,7%.</p>

Comentario Semanal

El **coronavirus**, bautizado como COVID-19, siguió siendo protagonista la semana pasada, pero no interrumpió el alza de los activos de riesgo. Sólo el jueves, por el incremento repentino en el número de afectados tras un cambio en la metodología de recuento, las bolsas experimentaron correcciones.

Habrà que ver si el ánimo comprador continúa esta semana, cuando se vayan publicando **los primeros datos macro de febrero**, que recogen el impacto inicial del brote. En EEUU se publicará el indicador de actividad Empire Manufacturing (5,0 e. vs 4,8 ant.), el de la Fed de Filadelfia (10 e. vs 17 ant.) y los PMIs preliminares. En Europa, el ZEW alemán (20,4 e. vs 26,7 ant.), la Confianza del Consumidor (-8,0 e. vs -8,1 ant.) y los PMIs preliminares. Se estima que el Manufacturero interrumpirá la senda de mejoras iniciada en septiembre, al caer de 47,9 a 47,4. El de Servicios pasaría de 52,5 a 52,3 y el Compuesto, de 51,3 a 51,0.

Otras referencias macro relevantes serán el IPC final de enero de la Eurozona (1,4% e. Subyacente 1,1% e.) y en EEUU, los Permisos de Construcción (1,45M e. enero vs 1,42M ant.), el Indicador Adelantado (+0,4% e. enero vs -0,3% ant.) y las Ventas de Vivienda de Segunda Mano (5,48M e. enero vs 5,54M ant.).

En el capítulo de los **bancos centrales**, el **Banco Central de China** se reúne el jueves cuando seguramente recorte los tipos de referencia, y la Fed publicará las **Actas** de su última reunión. Dichas actas no deberían aportar demasiadas novedades después de la comparecencia de **Powell** de la semana pasada ante las Cámaras. Su discurso sonó relativamente optimista al constatar que la economía americana encadena su undécimo año de expansión económica. Sí reconoció que vigilaban las consecuencias del coronavirus, por si generasen interrupciones en China que se contagiaran al resto del mundo.

La semana comienza a medio gas ya que hoy es **festivo en EEUU** (Día del Presidente). A primera hora se ha publicado el PIB de Japón del 4T que ha registrado una caída de -1,6% t/t. Se esperaba una caída de -1,0% por el impacto de la subida del IVA pero la contracción ha sido todavía superior. No obstante, las caídas de la bolsa nipona están siendo moderadas porque han coincidido con un repunte importante en las de **China** tras las nuevas medidas de estímulo de su **banco central** (recorte de tipos e inyección de liquidez).

Los datos publicados la semana pasada fueron más bien mixtos. La Producción Industrial decepcionó en EEUU y fue débil en la UEM, el PIB de la UEM se frenó algo más de lo previsto mientras que la Confianza de la Universidad de Michigan escaló a zona de máximos.

Por su parte, la **Comisión Europea** publicó su informe de previsiones de invierno. El mensaje fue más constructivo que las últimas veces pero proyectan un crecimiento bajo durante los próximos años. Del 1,1% registrado en 2019 se pasaría a un +1,2% tanto en 2020 como en 2021 (sin cambios frente a las estimaciones anteriores). Por países, mejoraron una décima la estimación de crecimiento de 2020 para Alemania (1,1%) y España (1,6%) mientras que revisaron a la baja la de Francia (-0,2 p.p. hasta 1,1%) y la de Italia (-0,1 p.p. hasta 0,3%). Las previsiones de inflación para el conjunto de la UEM suben una décima hasta +1,3% este año y +1,4% en 2021. Respecto al coronavirus, su escenario base es que el brote hace pico en el 1T con efectos colaterales limitados.

Continuará el goteo de **resultados empresariales** con las cuentas de Walmart, Medtronic, Deutsch Boerse, Enagás, ACS, DT, Axa, Telefónica, Schneider Electric, Fresenius, Acerinox, Repsol, Allianz, etc. Según los cálculos de JP Morgan, con el 70% de los resultados del S&P500, el BPA sube +2% batiendo las estimaciones, y en Europa, con el 51% del Stoxx600, el BPA también vuelve al terreno positivo, con un crecimiento de +1%.

A finales de semana tendrá lugar un **Consejo Europeo** extraordinario donde se empezará a debatir el presupuesto europeo.

El sábado se celebrarán las **primarias demócratas** de Nevada. En las últimas, las de New Hampshire, Sanders resultó vencedor por un estrecho margen, seguido por Buttigieg. En las de Nevada debería ganar Biden según dibujan las encuestas. Esta hipotética victoria sería un espaldarazo para el ex -vicepresidente de Obama ya que se está hundiendo en las encuestas a nivel nacional. Ha caído al segundo puesto, por detrás

de Sanders, con Bloomberg como tercer candidato. Todavía es pronto, pero la indefinición demócrata beneficia las perspectivas electorales de Trump.

Movimientos Semana Anterior

1) Movimientos Renta Variable SICAVs

Movimiento 10 - 14 febrero 2020	Exposición	Compras	Ventas
Cartera Global	89,60%		Arcelormittal (1%)
Cartera Europea	89,50%	CocaCola European Partners (1%)	Arcelormittal (1,3%) STMico (1%)
Cartera Valor	89,60%	Air Liquide (1%) CocaCola European Partners (1,5%)	Arcelormittal (1%) STM (1,50%)
Cartera España	94,00%	Viscofan (1%) B. Santander (2%)	CIE Automotive (total)
Cartera Europea Selección	93,75%	Atlas Copco (1%) Schneider (1%)	STM (2%)
Cartera USA	93,50%	Applied Materials (1,5%)	Microochip (total)

Compras

CocaCola European Partners

Aumentamos la posición en CCEP, la mayor embotelladora de Coca-Cola por volumen de ingresos a nivel mundial, en nuestra cartera. Cotiza con un descuento muy significativo frente a otros subsectores "comparables" del universo staples (resto de bebidas, alimentación y HPC) porque las expectativas de crecimiento "orgánico" son teóricamente inferiores a las de estos; sin embargo, hablamos de perspectivas muy atractivas (EBIT creciendo a MSD de forma sostenible en el medio plazo) y, sobre todo, con un perfil de riesgo mucho más reducido, tanto por producto/marca (Coca-Cola TM) como por divisa (ausencia de EMs, por lo que el crecimiento real se aproximará mucho más al ajustado que en muchos de los casos anteriores).

Air Liquide

Líder mundial de los gases, servicios y tecnologías para la Industria y Salud. Entramos en Air Liquide tras la comunicación habitual de resultados previos al año fiscal después del cierre. Informarán los resultados del año fiscal el 11 de febrero. La compañía mostro que el crecimiento aunque más débil que en el 3t (3,5%) continua siendo sostenible en la división de gases (4t +1,8%). Buen comportamiento del crecimiento de las

grandes industrias, parte más estable del negocio (con contratos de larga duración). A su vez, el impacto negativo de las dividas del 3T se reduce en el 4T pasando a aportar positivamente (+1,5% en ingresos). La compañía crece orgánicamente un 1,8% en 4T.

Atlas Copco

Subimos peso en Atlas debido a que el comportamiento operativo de la compañía está confirmando el buen hacer de esta empresa: en medio de una recesión industrial no ha publicado un crecimiento orgánico negativo a nivel empresa. La compañía es una de las mejores industriales del sector en términos de crecimiento (orgánico/inorgánico): debería doblar su tamaño cada 8/9 años y en términos de rentabilidad: márgenes mayores al 23% y ROCEs superiores al 45%. La compañía, como decíamos, está atravesando la recesión sin caídas orgánicas gracias a su negocio principal (compresores de aire, que representa el 50% del margen operativo) y a las órdenes del sector de semiconductores (fundamentalmente en la división de "vacío", división que ya representa casi un tercio de la empresa). Esto está compensando la debilidad de las órdenes en su división de herramientas industriales. A futuro, la división de vacío debería ir acelerando fuertemente el crecimiento mientras que la parte industrial debería tener comparables cada vez más sencillos. Aparte, la empresa no para de realizar adquisiciones de negocios que consolida rápidamente, les proporciona escala y expande aún más el crecimiento total de la empresa. Cotiza a múltiplos algo exigentes: 17x EBITA y 4,5% FCF Yield, no obstante, la calidad, la baja volatilidad de sus márgenes y el crecimiento de la empresa justifican la inversión en esta magnífica empresa.

Schneider

Subimos peso en Schneider debido al perfil de crecimiento de la empresa y a la transformación que está realizando para mejorar sus márgenes y por ende su rentabilidad. Schneider está expuesto a tendencias positivas en ambas divisiones: 1) Energy Management: la expansión de centros de datos, reemplazo de componentes eléctricos, expansión de renovables, domótica/eficiencia energética en edificios, infraestructuras, etc... Esta división está presentando crecimientos orgánicos saludables; 2) Industrial Automation: las tendencias estructurales aquí son la automatización industrial, mejoras productivas, mejorar en calidad productiva, mayor uso de software,...La compañía aparte está realizando una "limpieza" de aquellos activos con menores márgenes y reinvertiendo en compañías con mayor recurrencia de ingresos y mayores márgenes (fundamentalmente en compañías de software como Aveva y Rib Software - hoy anunciada-). Esto debería llevar a la empresa a mejorar los márgenes paulatinamente hasta ser una de las mejores del sector (al nivel de Assa Abloy), lo que merece un re-rating. La compañía cotiza a 14,8x EBITA y 5,2% FCF yield.

Viscofan

Líder mundial en la producción, fabricación y distribución de envolturas artificiales para la industria cárnica, con una cuota superior al 30%. Único fabricante que ofrece todos los productos/tecnologías: celulosa, colágeno, fibrosa y plástico (ahora también envolturas veggie), siendo además líder en los dos primeros productos, que son los más relevantes. Para 2020 esperan crecimiento del mercado del 2/3%, seguir ganando cuota de mercado y subida de precios de al menos el 1% (en línea con lo anunciado por la competencia), a lo que habría que añadir la contribución de productos innovadores como las envolturas veggie, donde son pioneros; esto llevaría a un crecimiento de ingresos muy por encima del <2% estimado

por el consenso. En términos de márgenes, al apalancamiento operativo habría que añadir los ahorros por la nueva planta de Cáseda y un comparable bastante sencillo en la parte de energía. Con ello creemos que las estimaciones de consenso estarían más de un 5% por debajo en términos de EBITDA.

B Santander

Los últimos resultados mostraron una buena evolución en su punto más débil, el Capital. Generó >30pbs en sólo un trimestre y se acerca hacia el 11.5%. Esto junto con mensajes más relajados hacia el sector por parte del BCE en cuanto a regulación, dan cierta esperanza que el sector pudiera convertirse en un distribuidor de caja y dividendo los próximos años. Cerramos parcialmente el corto (2%) a través del valor más "proxy" del sector bancario y más afectado por esta temática.

Ventas

Arcelormittal

Tras el buen comportamiento de la compañía, decidimos tomar beneficios parcialmente y reducir algo la beta de la cartera.

STM

Nos sigue gustando pero después del buen comportamiento de la acción creemos que el impacto del coronavirus puede provocar una corrección en la misma que nos ofrecerá un mejor punto de entrada. Las últimas estimaciones de entregas de móviles para el año han caído desde 250-300 millones de unidades hasta 170-200. STM deriva un 25% de sus ventas de smartphones.

CIE Automotive

La integración de Inteva está siendo más difícil de lo esperado (están guiando a la baja con respecto a los ingresos de la compañía y en cuanto a la mejora de márgenes posterior) y el resto de negocios se ven penalizados por la debilidad en camiones en Europa y las peores tendencias en Mercosur, todo ello en un año en el que la producción global debería de caer más del -1.5% que se preveía a principios de año por el Coronavirus y con un nivel de apalancamiento algo alto (2,5 deuda neta/Ebitda).

2) Movimientos GPD y CARTERAS PRIVADAS

Sin movimientos.