

Market Clip

07 de Marzo de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

TLTRO

Pese a que las últimas semanas hemos constatado una desaceleración macro y una caída de las expectativas de crecimiento de beneficios, los mercados se han fortalecido sustancialmente. Uno de los motivos es la aparente mejoría en las negociaciones entre EEUU y China. Otro, la publicación de algunos datos económicos mejores de lo que se esperaba: El PIB del último trimestre en EEUU fue de 2,4% frente al 2,2% esperado (aunque por debajo del 3,4% anterior), y algunos PMIs estuvieron por encima de expectativas. Un tercer factor que consideramos el más importante, es que la Reserva Federal de EEUU ha cambiado su retórica hacia una mucho más favorable para los mercados.

Hoy jueves, podría ser el momento de hacer lo mismo para el Banco Central Europeo. Deberá actualizar sus expectativas de crecimiento y de inflación, y decirnos cuales van a ser sus próximos pasos en política monetaria. El sector financiero está especialmente tenso, ya que es probable que también anuncien un nuevo programa de préstamos al sector financiero (TLTRO). Dependiendo de cómo de importante sea y de cuando entre en vigor, los bancos podrían reaccionar muy positivamente. Debemos recordar que entre los motivos que han hecho que Europa lo haga muy mal comparado con la bolsa americana, uno de los más importantes es el fuerte peso que tiene en nuestra economía el sector financiero. **¿Será el TLTRO un catalizador para un buen comportamiento de la bolsa europea?, ¿Por qué es tan importante el TLTRO?**

“¿Será el TLTRO un catalizador para un buen comportamiento de la bolsa europea?, ¿Por qué es tan importante el TLTRO?”

¿Qué es el TLTRO?

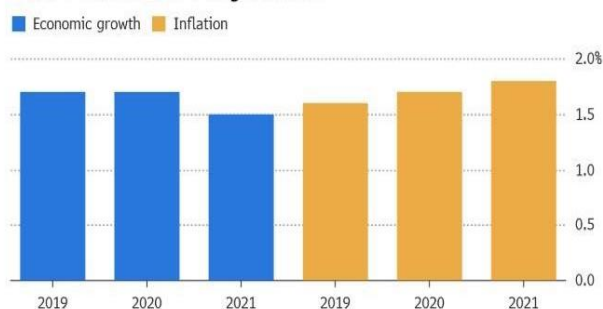
Es un préstamo condicionado a los bancos. En el último TLTRO el BCE les prestó dinero a un tipo negativo (les paga un 0,4% por tomar dinero prestado) a cambio de que utilicen ese dinero para prestar a la economía real. TLTRO significa *targeted longer-term refinancing operations*, u operaciones de refinanciación dirigidas a largo plazo.

En junio de 2020 vence el primer tramo del anterior programa TLTRO, en el que el BCE prestó 781 mil millones de euros a los bancos, sin embargo, a partir de junio de este año sólo quedarán 12 meses para el vencimiento de los préstamos existentes, y en ese caso deja de computar al 100% para las exigencias de financiación del regulador, por lo que los bancos están incentivados a devolverlos y lo harán. En ese caso, se contraería el balance del BCE, el crédito en la zona euro y los beneficios de los bancos, ya que ellos toman ese dinero prestado para, a su vez, dar préstamos a tipos más altos y por tanto, ganan dinero.

En las actas de la reunión de enero del BCE ya se pudo observar que se están planteando un nuevo TLTRO, que quieren implementar “rápido”. Por tanto, el mercado espera que el BCE anuncie en breve un nuevo programa que permita que los bancos tengan “dinero nuevo” para permitir que el crédito al sector empresarial siga fluyendo, se evite una súbita reducción de la liquidez y se ayude sustancialmente a los bancos a ganar dinero, especialmente a los de los países periféricos.

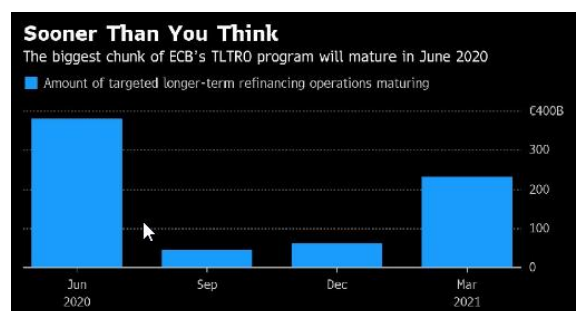
“El mercado reaccionará en función de cómo de importante y laxo sea ese programa y de cuando lo pongan en marcha.”

1.Expectativas del BCE



Fuente: Bloomberg

2.Vencimientos del TLTRO



Fuente: Bloomberg

En enero, ya se pudo observar una contracción en el préstamo a empresas en la zona euro. Probablemente provocados por la desaceleración y a tendencia de los bancos a prestar menos en escenarios de incertidumbre. El mercado reaccionará en función de cómo de importante y laxo sea ese programa y de cuando lo pongan en marcha.

¿Han funcionado los anteriores programas?

Probablemente no de manera tan espectacular como se esperaba, pero se han cumplido varios objetivos: los tipos de interés se han mantenido bajos, los bancos no tienen problemas de fondeo, el crédito tocó máximos post 2008 el año pasado y las entidades financieras afirman haber prestado ese dinero que han recibido al sector privado. Al prestar más con menores costes, han ganado más dinero, lo que les ha permitido al mismo tiempo mejorar las condiciones financieras con las que prestan.

“TLTRO se podría convertir en un programa permanente del BCE, que lo iría ajustando en función de la situación del ciclo económico.”

¿Qué podría hacer hoy el BCE?

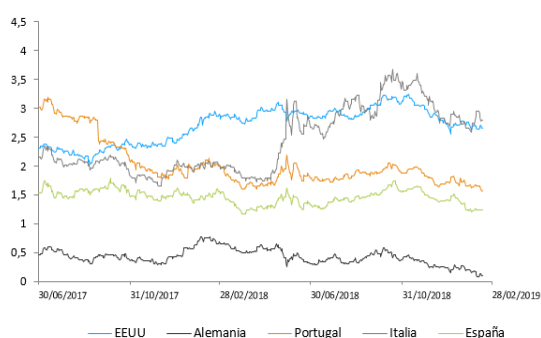
El BCE ya ha hablado en reuniones anteriores de la posibilidad de un nuevo TLTRO, por tanto, es plausible que lo apruebe ya pero sin profundizar en los detalles, que se darían a conocer en la reunión de junio, justo cuando el programa anterior empieza a ser menos interesante para los bancos. El cómo, cuánto y hasta cuándo es clave, ya que dependiendo de lo laxo que sea el BCE, los bancos se encontrarán un entorno más duro o muy positivo. Sin embargo, Praet, el economista jefe del organismo ya ha dicho que el anterior programa fue muy generoso, por lo que se espera que este sea más suave. Eso sí, podría dar a entender que el TLTRO se convierte en un plan permanente del BCE, que podría ir ajustando en función de la situación del ciclo económico. Respecto al tiempo, se espera que tengan un vencimiento algo menor que los 4 años del anterior préstamo. El préstamo podría ser al tipo de depósito (-0,4%) o a tipo cero. Por último, podrían optar por dar el préstamo sin condicionarlo a que los bancos lo tengan que prestar a la economía real. En ese caso, podrían ser más agresivos con ese dinero y obtener beneficios. Dado que el sector financiero europeo tiene importantes problemas de rentabilidad, cualquier mejora podría provocar unas mejores condiciones financieras para todos los europeos. En resumen: cuanto más grande, menos condicionado, más largo y más barato sea, mejor para los mercados.

“Dado que España e Italia tienen tipos más altos que Alemania o Francia, se han beneficiado más del anterior TLTRO.”

¿Podría haber alguna novedad?

Dado que España e Italia tienen tipos más altos que Alemania o Francia, se han beneficiado más del anterior TLTRO (entre los dos tenemos el 56% del programa). Un nuevo TLTRO volvería a ser beneficioso principalmente para estos dos países, mientras que los bancos del norte de Europa tienen que aparcar su exceso de caja en el BCE a un tipo negativo del -0,4%. Hay rumores de que el BCE también podría elevar el tipo de remuneración a esos depósitos al 0%, lo que ayudaría mucho a los bancos del resto de Europa. No creemos que sea cierto, pero de serlo sería muy positivo para las bolsas de la zona euro.

3. Principales Bonos



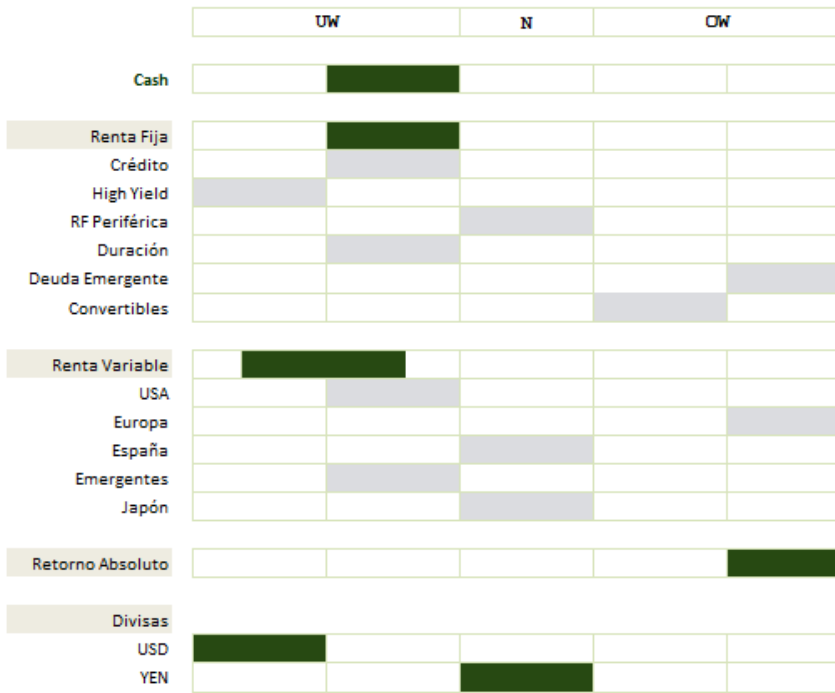
Fuente: Bloomberg

4. Principales Índices



Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices



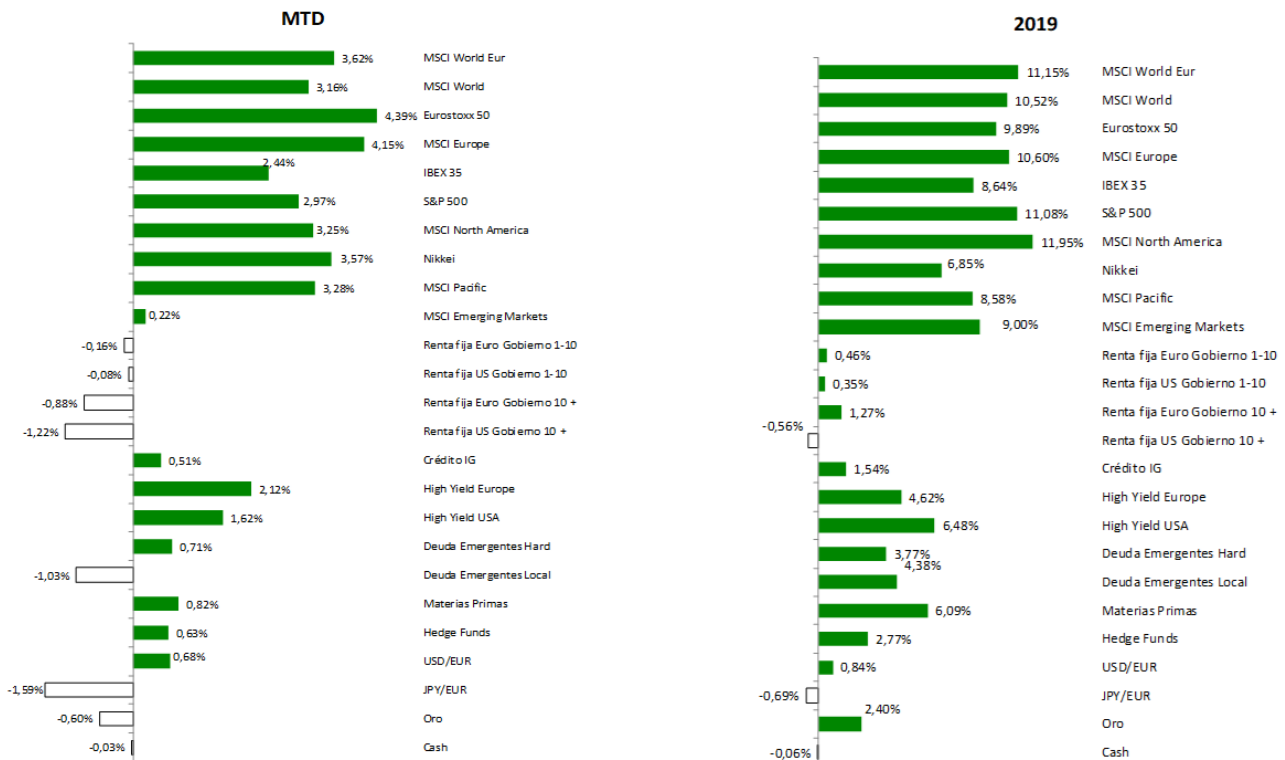
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 01/03/2019)
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, SGIC, 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 lopdmw@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 lopdmw@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

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