



ANÁLISIS de mercado

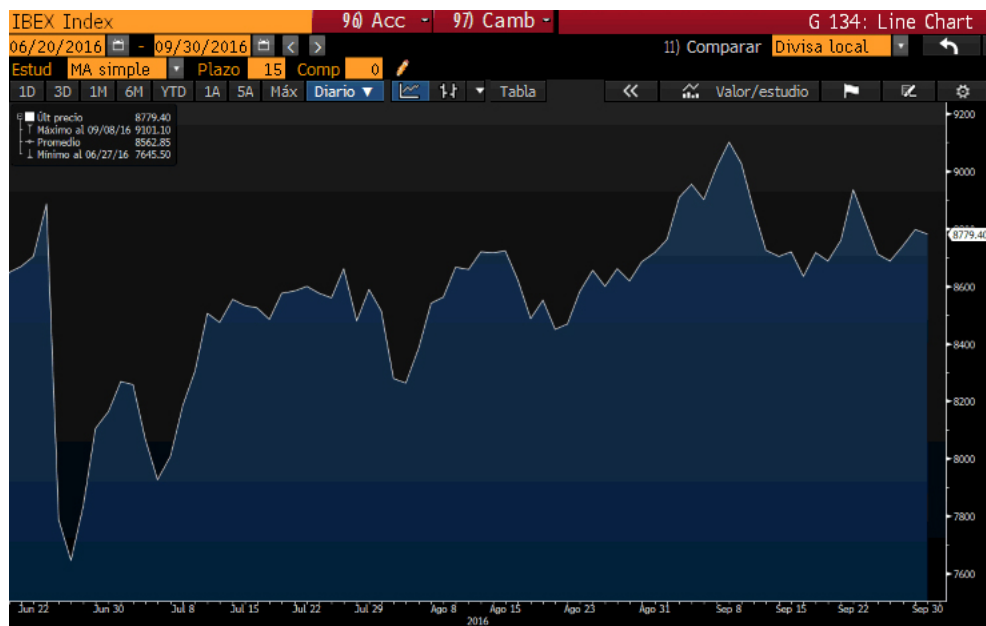
TERCER TRIMESTRE 2016



Análisis de mercado 2016

ENFOQUE GENERAL

Durante los últimos tres meses los mercados bursátiles han recuperado prácticamente todo lo perdido a consecuencia de la caída producida tras el resultado del Brexit. A pesar de la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea, los bancos centrales han continuado con su intención de apoyar al mercado con los estímulos necesarios. Así tanto el BCE, como el Boj y la FED han intervenido en los últimos meses transmitiendo la continuidad de políticas laxas y, en el caso de la FED, incluso volvió a posponer la subida de tipos propuesta.



“Gráfico del índice Ibex 35. Aquí podemos ver la recuperación en el trimestre tras el desplome post-brexit”
Fuente: Bloomberg

La última reunión de la FED sirvió para suavizar las tensiones en torno a la intención de la institución americana de continuar con el proceso de normalización monetaria. La Reserva Federal volvió a retrasar la subida de tipos situados entre el 0.25% y el 0.50%. Como novedad, 3 miembros se mostraron discrepantes con esta decisión por lo que las conclusiones apuntan a que se podría estar preparando una inminente subida de tipos.

Las elecciones estadounidenses están ya a la vuelta de la esquina y el 26 de septiembre se ha celebrado el primer debate entre los candidatos. Hasta ahora el resultado de las encuestas había estado bastante igualado pero con una ligera ventaja para la candidata demócrata Hillary Clinton. El resultado del debate parece seguir confirmando esta preferencia, ya que los expertos señalan el triunfo de la secretaria de estado, que demostró un mayor control de la situación frente a los continuos ataques de su oponente Donald Trump.

En el Reino Unido, a pesar del pesimismo tras la decisión de abandonar la UE, los últimos indicadores económicos señalan cierta desaceleración pero en menor medida que la posible recesión que las autoridades habían previsto. Lo cierto es que el Banco de Inglaterra anunció una bajada de tipos en agosto unida a un aumento de los estímulos monetarios y se mostró dispuesto a mantener los niveles muy bajos durante el tiempo necesario. La reacción del mercado ha sido positiva, lo que hizo que la mayoría de los activos de riesgo se revalorizaran.

Para el cierre de año los mercados van a continuar pendientes de las decisiones de los bancos centrales que, inevitablemente, van a acaparar el protagonismo. El principal foco vendrá determinado por la decisión de la FED de subir finalmente los tipos y como va a digerir el mercado este incremento del precio del dinero. Del mismo modo el Banco Central Europeo tendrá que decidir si comienza a retirar los estímulos o bien aumenta la extensión del QE.

Desafortunadamente las decisiones de las autoridades monetarias estarán dentro de un contexto que continúa siendo algo arriesgado, con una gran parte de los bonos soberanos pagando rentabilidades negativas y tras un fuerte rally en los activos de renta fija corporativa. De igual modo, en los mercados de renta variable, la bolsa americana vuelve a estar en máximos históricos a pesar de que los beneficios de las compañías continúan sin crecer.

En definitiva en los próximos meses el entorno continúa teniendo cierta fragilidad, lo cual hace aconsejar la máxima cautela.

MERCADOS FINANCIEROS

RENTA FIJA

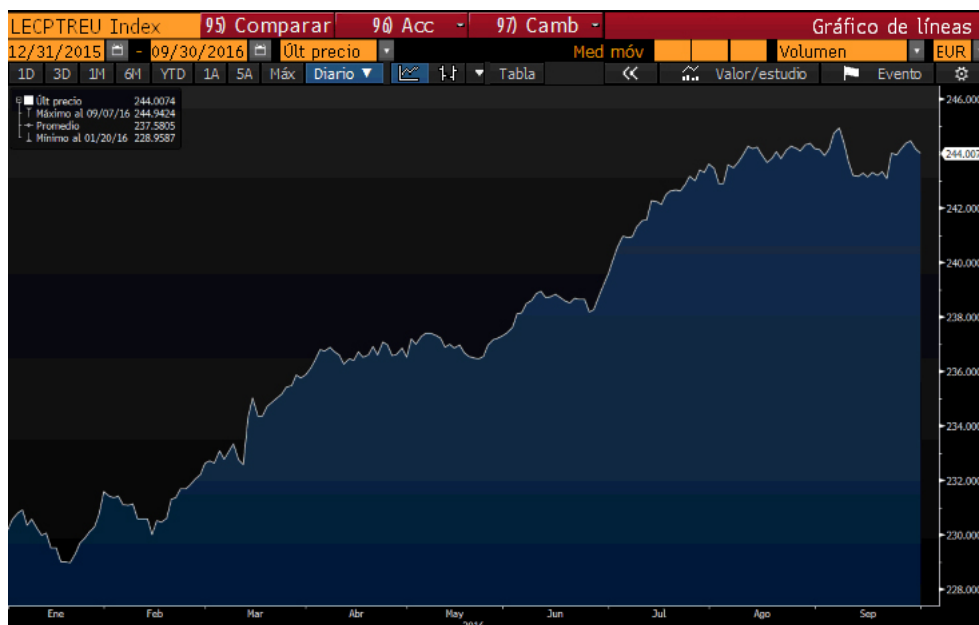
El mercado de renta fija, y en concreto la deuda soberana, se mantuvo soportado por las políticas monetarias de los bancos centrales. En Estado Unidos, la Fed aplazó una vez más la subida de tipos, lo que ha mantenido los tramos cortos del Treasury americano casi inalterados cerrando el bono con vencimiento a 2 años en niveles del 0.73%. Sin embargo, esta decisión tuvo la oposición de tres miembros del FOMC que votaron a favor de elevar los tipos, lo que reforzó las expectativas de subidas de tipos antes de fin de año. La referencia T 1.5 08/26 Benchmark que presenta el tramo semi-largo de la curva llegó a ampliar en rentabilidades y ha acabado cerrando en 1.59%.

El Banco Central Europeo mantuvo su programa de compra sin variaciones y realizó la segunda subasta de liquidez a largo plazo, a la que asignó 45.270 millones de euros a cuatro años con tipos del 0%. El volumen de emisiones de renta fija cotizando con tipos negativos continúa aumentando y la institución monetaria comienza a tener limitaciones para poder continuar con las compras de deuda. Por un lado el BCE no puede comprar deuda que cotice por debajo del tipo marginal de facilidad de depósito y además en algunas emisiones se acerca al tamaño máximo que puede adquirir por referencia.

El comportamiento de la renta fija en Europa durante el trimestre ha sido positivo, con ligeras revalorizaciones en precios, que mantiene la tendencia iniciada en el año. Los bonos Core siguen su escalada en precio a pesar de haber entrado en terreno negativo los intereses. Así el Bund alemán, que empezó el año en niveles del 0.60%, ha cerrado el trimestre en -0.12% y se mantiene prácticamente sin variaciones en el periodo. En cuanto al resto de bonos periféricos han presentado un comportamiento más divergente. La deuda española e italiana para el Benchmark de vencimiento 10 años ha seguido a los bonos Core y vuelve a estar en mínimos históricos, así el bono español ha pasado en estos 9 meses de un nivel del 1.76% a estar ya cotizando por debajo del 0.90%. El bono de Italia también ha tenido un comportamiento positivo pasando en el trimestre de 1.25% a 1.18% pero con una rentabilidad superior al bono español debido principalmente al ruido con su sector bancario.



Análisis de mercado 2016



Evolución en el año del índice Barclays Euro Agg, índice Benchmark de bonos europeos denominados en euros"
Fuente: Bloomberg

En Portugal la revisión de octubre sobre su rating por la agencia canadiense DBRS ha generado inestabilidad y volatilidad en su deuda. El hecho de tener una revisión a la baja supondría perder la condición de bono elegible por el programa QE del Banco Central Europeo, lo que afectaría negativamente a la demanda de sus bonos. Esto se ha visto reflejado en las cotizaciones, en el trimestre el bono a 10 años ha pasado de 2.99% a cerrar en niveles de 3.31%.

Los bonos corporativos han evolucionado de forma positiva aunque con un comportamiento excepcional por parte de los bonos especulativos o de grado de inversión, High Yield. El índice Itraxx Main, que recoge la emisiones más líquidas de bonos Investment Grade, pasaba de 107 a subir ligeramente en el trimestre para cerrar en 108 y, como adelantábamos, el Itraxx Crossover de bonos High Yield pasaba de 176 a 181.

RENTA VARIABLE

El trimestre se ha caracterizado por ser un trimestre positivo de recuperación para las bolsas mundiales tras las fuerte caídas de junio. Los discursos de los diferentes bancos centrales han contribuido a la fuerte recuperación de algunos índices y al control de la volatilidad que se ha mantenido muy baja durante los meses de verano. En el trimestre, el Ibex 35 se ha revalorizado un 7.55% situando la rentabilidad anual en -8%. Igualmente el Eurostoxx50 ha tenido un comportamiento positivo al recuperar un 4.80% en los últimos tres meses pero se sitúa en el año en terreno negativo en niveles del -8%.

En el Reino Unido el Banco de Inglaterra reafirmó su fuerte compromiso con dotar al mercado de estímulos y rebajó los tipos de interés, lo que ha contribuido a la revalorización del índice en un 6% en el trimestre, lo que lo sitúa en la primera posición en cuanto a su comportamiento anual, registrando una subida del 10.53%. Además, el desplome de la divisa también ha contribuido a la apreciación de las acciones inglesas, ya que sus activos subyacentes pasan a aumentar su precio en unidades monetarias lo que ha hecho impulsar el precio de las compañías, compensando en parte la caída de la divisa.

En Estados Unidos los últimos datos macro avanzados fueron malos lo que, sin embargo, el mercado interpretó de forma positiva, pues reducía las posibilidades de una nueva subida de tipos. A su vez la Fed una vez más mantuvo el precio del dinero inalterado. Aun así el mensaje dejó entrever que puede haber una subida inminente ya que en su comunicado la Fed aseguró que “las opciones de una subida de tipos se han fortalecido pero que, por el momento, se ha preferido esperar a tener más evidencias de que continúa el progreso hacia los objetivos marcados”. En este contexto la bolsas americanas han continuado su escalada en el trimestre, el S&P 500 se revalorizó un 3.30%, volviendo a pulverizar los 2.100 puntos y se situó de nuevo en máximos históricos.

Por otra parte las noticias negativas han vuelto a salpicar al gigante alemán Deutsche Bank que, tras haberse publicado que el departamento de justicia americano le reclamaba 12.000 millones de euros de multa, los temores volvían para el sector bancario europeo. Por ahora continúan las negociaciones para intentar rebajar la multa, de no ser así el banco se podría enfrentar a una ampliación de capital que le permitiese absorber las pérdidas. La caída en bolsa del banco ha sido ligeramente inferior a la del segundo trimestre ya que cerró con una pérdida del -6%, en cambio el sector bancario europeo lograba un mejor comportamiento con una subida positiva del 11%.



“Gráfico con la evolución en el año de la cotización del banco alemán Deutsche Bank, donde se puede ver la continua bajada en el precio del valor”. Fuente: Bloomberg

En el mercado de materias primas, el mes pasado la OPEP cerró un principio de acuerdo que abre la posibilidad para un recorte de la producción. Hasta el 30 de noviembre no se sabrán los detalles concretos pero el mercado tomó la noticia con positividad, lo cual hizo subir el barril Brent un 5% hasta los 49\$. El oro prácticamente se ha mantenido estable durante el trimestre. A pesar de haber sufrido cierta volatilidad en el metal, cierra el mes en niveles de 1.318 dólares la onza.

ESTADOS UNIDOS

Próximamente, el día 8 de noviembre, se celebrarán las elecciones estadounidenses entre el candidato del partido republicano Donald Trump y la candidata demócrata Hillary Clinton. A día de hoy el partido demócrata tendría una ligera ventaja pero el resultado según las encuestas podría no estar decidido aún. En líneas generales los datos son positivos con un crecimiento estable, el paro en niveles mínimos y salarios ligeramente creciendo.

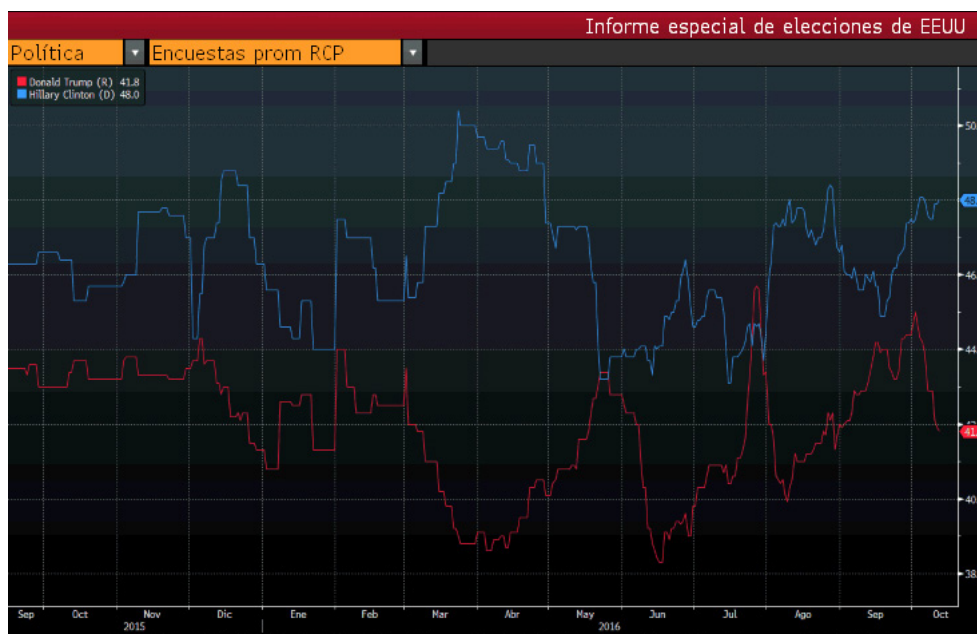


Análisis de mercado 2016

A pesar de una posible victoria de los demócratas, el resultado que determinará el control de las instituciones no está claro aún. Un presidente demócrata y un congreso en manos republicanos sería una continuación de la situación actual impidiendo la aprobación de reformas relevantes propuestas por el partido demócrata. Ni siquiera un presidente republicano con el control del senado y del congreso podría garantizar grandes cambios ya que hay fuertes divisiones dentro del partido republicano en repulsa al controvertido aspirante Donald Trump.

La palabra que resume el conjunto de propuestas por parte de los dos candidatos es la de proteccionismo. El auge de la globalización ha hecho crecer la percepción de desigualdad entre las diferentes clases sociales, además la libre circulación de personas ha acrecentado el miedo a la pérdida de puestos de trabajos. Esto ha hecho que los candidatos hayan basado parte de su discurso en proteger el empleo y perjudicar los tratados de libre comercio. En cualquier caso el resultado está aún en el aire por lo que cualquier acontecimiento relevante podrá ser determinante para el resultado final.

Los últimos datos americanos han tenido una lectura general positiva. El ISM manufacturero, índice que mide la evolución de los pedidos industriales, sorprendió con una lectura positiva y superando la expectativa situándose en 51.5 frente a los 50.4 esperados. También fueron buenos los datos de ventas de vehículos en el mes de septiembre con 17,85 millones de vehículos vendidos en cifra interanual. El índice ISM no manufacturero registró también una subida muy por encima de lo esperado, que estaba en torno a 53 puntos, y el dato se situó en 57 puntos. Así mismo, en el mercado laboral también los datos favorecieron el optimismo con un descenso de las solicitudes de subsidio de desempleo, siendo las nuevas solicitudes de 249.000 frente a las 256.000 esperadas. Por el lado de los datos negativos los gastos en construcción retrocedieron un -0.7% en el mes de agosto, frente a la subida del 0.3% del mes anterior.



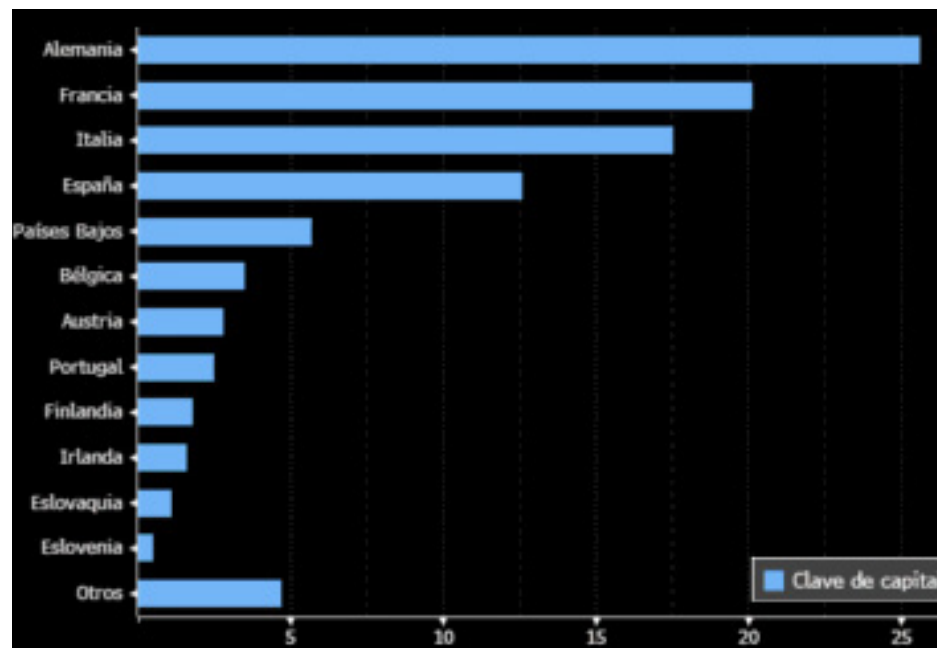
“Gráfico con el resultado de las encuestas sobre las elecciones a la presidencia de EE.UU.”.
Fuente: Bloomberg

EUROPA

Desde el punto de vista macroeconómico los datos han sido positivos en Europa. La encuesta IFO estuvo muy por encima de lo esperado, al situarse más allá de los 109.5 puntos desde el dato anterior de 106. En lo relativo a la inflación el IPC preliminar de septiembre batió las expectativas: Si especificamos por países, en España creció un 0.3% en el dato interanual, lo que implica una décima por encima de lo esperado. En Alemania, el IPC repuntó un 0,7% interanual lo que batía también los datos esperados por el mercado. El conjunto de la zona euro se mantenía relativamente estable con una subida del 0,4% interanual, siendo la inflación subyacente una décima peor de lo estimado situándose en -0.8% interanual.

Por el lado negativo las ventas minoristas en España se quedaron por debajo de lo estimado. En Alemania destaca negativamente la confianza del consumidor que se situó en 10 puntos, desde los 10,2 puntos anteriores. En relación a las administraciones públicas nacionales, los datos de déficit fueron muy negativos hasta el mes de julio ya que alcanzó el 3,09% del PIB.

El BCE en la última reunión de política monetaria de su consejo de Gobierno no ha anunciado ningún cambio a pesar de las expectativas de mercado que esperaban un cambio en el diseño del programa de compras de deuda pública. La cuestión es que el universo de bonos disponible está bastante acotado por las limitaciones del BCE, por lo que una extensión del programa más allá de 2017 debería venir acompañado de modificaciones que abran el horizonte de bonos elegibles. En la reunión Draghi ha enfatizado que los riesgos en el escenario de crecimiento e inflación son a la baja pero asume que para ello las medidas propuestas en el QE se tendrían que implantar correctamente, por lo que se desprende que podrían ser necesarios cambios en los criterios de compra del programa.



“Gráfico con el porcentaje de compras de deuda hasta la fecha del BCE distribuidos por países”. Fuente: Bloomberg

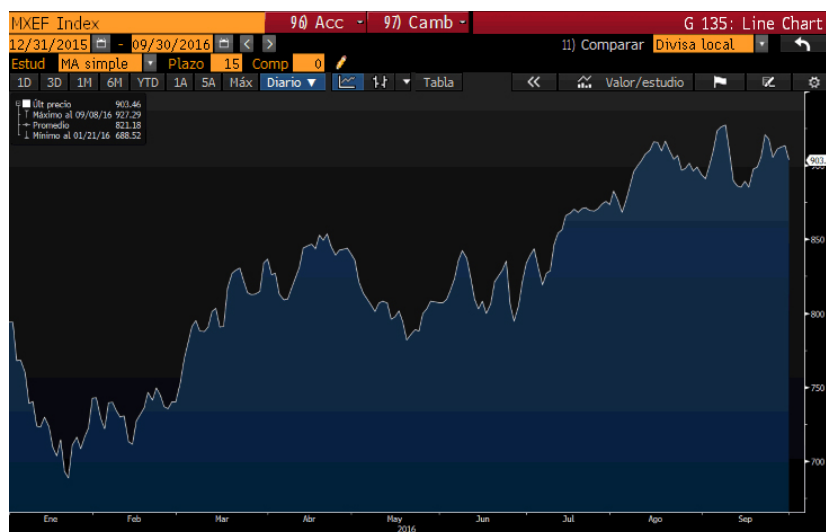
Análisis de mercado 2016

Además, Draghi también ha hecho referencia a la subida del precio en los bonos, pero tan solo lo achaca a efectos técnicos y a la caída de las expectativas de inflación. Por tanto la ausencia de medidas nuevas ha decepcionado en parte al mercado.

En la última reunión del BCE se mostraron las dificultades a las que se enfrenta el BCE a la hora de implementar medidas adicionales, en un contexto en el que no se espera que se tomen medidas fiscales y probablemente no veamos ajustes estructurales de gran importancia en las diferentes economías europeas.

ECONOMÍAS EMERGENTES

El conjunto de economías emergentes continúa presentando las mejores perspectivas de crecimiento una vez más, lo cual, pese a las dudas, podrían estar sosteniendo el crecimiento mundial. En China la percepción apunta a que hay menor riesgo de un Hard landing y en Brasil los datos muestran una mejora de las perspectivas, además de que Rusia podría estar este año saliendo de la crisis. Estos avances ya se están viendo en los indicadores adelantados para el 3T16. Los PMI de China o Rusia indican un aumento de la actividad, que ha sido apoyado por las estimaciones de crecimiento del FMI. Sin embargo los riesgos siguen derivando de los problemas asociados con el Brexit.



“Gráfico con la evolución del MSCI Emergentes, índice de las principales bolsas de los países emergentes”.
Fuente: Bloomberg

En relación a los mercados financieros las divisas emergentes acumulan una apreciación media superior al 5% desde inicio de año y un 8% desde mínimos de enero. Las políticas más laxas de los bancos centrales durante las últimas comparecencias han relajado las condiciones financieras de las economías emergentes que mantienen la expectativa en la decisión de subida de tipos de EEUU. No obstante en las últimas semanas la oposición de algunos miembros del FOMC ha contribuido a tensionar los plazos cortos de la deuda americana y a presionar el avance de las divisas emergentes. Este movimiento de las divisas no está siendo parejo ya que las divisas asiáticas han reaccionado con un revalorización del 1% en verano, mientras que los países de Latinoamérica se depreciaban alrededor del 1%.

Las economías latinoamericanas tienen más dependencia a las decisiones de política monetaria de la FED y especialmente de la evolución del precio de las materias primas. En países como Chile y Colombia casi el 60% de la economía dependen del precio del cobre y del petróleo por lo que el movimiento de estos tiene una correlación alta con la divisa.

VISIÓN DE GESTIÓN PSN

“Lo más importante que debes de hacer si estas dentro de un hoyo es dejar de cavar”- Warren Buffet

Este trimestre se ha caracterizado por la recuperación de los mercados que, tras el desplome ya histórico a consecuencia del Brexit, las bolsas ganaban todo lo perdido. Los bancos centrales han continuado dando oxígeno a los activos de riesgo y han persistido en sus discursos con un tono acomodaticio lo que ha llevado a las bolsas a la calma y a tener uno de los veranos más tranquilos medido en términos de volatilidad.

El éxito de estas medidas continúa planteando controversia entre algunas de las principales corrientes económicas entre las que se encuentran las más proclives al intervencionismo y las que no lo están. El objetivo final es la creación de inflación ya que esto neutralizaría la deuda de las economías y mitigaría el problema de aquellos estados con una situación financiera más comprometida. Hasta ahora los mecanismos de transmisión de esta facilidad en el crédito hacia la economía real están fallando y los efectos empiezan a afectar peligrosamente a algunos de los principales sectores de la economía. Por un lado los bancos, cuya actividad principal es tomar prestado a corto plazo para prestar a largo plazo, no encuentran apenas remuneración de su negocio por el escaso diferencial. A su vez las aseguradoras comienzan a tener problemas y algunos vehículos de ahorro tradicionales, como son los planes de pensiones de prestación definida, están haciendo que algunas promotoras de planes de empleo estén incurriendo en grandes déficits debido al efecto de actualización del tipo de interés al que someten a sus pasivos.

En relación a los activos financieros creemos que hay que tener especial cautela con los activos de renta fija de larga duración. Si las autoridades monetarias tienen finalmente éxito y consiguen generar inflación los bonistas con inversiones a tipo fijo podrían tener fuertes pérdidas en el valor real de sus inversiones. En relación a la renta variable ha sido el mejor activo que ha permitido preservar la pérdida del valor del dinero, no obstante, es un activo susceptible de sufrir volatilidad a corto plazo y la dinámica de algunos sectores de gran peso en las bolsas como el sector financiero estaría sufriendo cambios significativos. Por lo que se aconseja diversificación y un horizonte de inversión de largo plazo.

PSN ANÁLISIS

Jesús María Rioja Gonzalo: jmrioja@grupopsn.es

Amparo Muñoz Martínez: amparomunoz@grupopsn.es

Juan Luis Fresneda Clement: jfresneda@grupopsn.es

Aviso legal

La información contenida en este documento se facilita con fines exclusivamente informativos. Ninguno de los datos que en él se publican debe considerarse como expectativas futuras o recomendación para efectuar transacciones o para concluir algún tipo de acto legal. Este documento no tiene el propósito de ofrecer inversiones ni asistencia legal o fiscal.

Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este informe debe fundamentarse en información pública disponible y tomar en consideración el contenido de los prospectos disponibles en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), en la Sociedad Rectora de la Bolsa y en la propia compañía que emite el valor. Los resultados reflejados en el presente documento no garantizan resultados o rendimientos futuros.

La información contenida en el documento ha sido generada a partir de fuentes presumiblemente fiables, extremando el cuidado para asegurar que la información contenida en el mismo no es incierta o engañosa en el momento de su publicación. Sin embargo, PSN no puede asegurar que la información sea exacta y/o completa.

El presente documento no podrá ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor del mismo, cualquiera que sea la finalidad que se persiga.