



# ANÁLISIS

## de mercado

ABRIL 2016

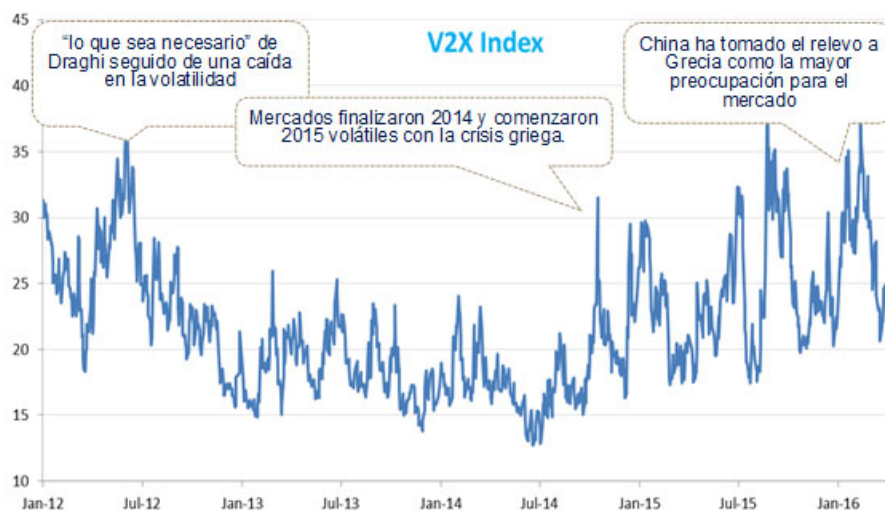


# Análisis de mercado 2016

## ENFOQUE GENERAL

El primer trimestre de 2016 ha tenido uno de los peores arranques bursátiles de la historia. El índice español Ibex 35 llegó a perder casi un 20% en el momento más bajo de febrero y en el último mes el mercado conseguía recuperar parte de lo perdido cerrando con una caída del 9%, lo que representa el peor dato trimestral desde 2010. Estas caídas obedecen a varias incertidumbres en las principales economías mundiales. La ralentización de la economía en China continúa agitando las bolsas mundiales, en EEUU el inicio de la subida de tipos de la FED y la fuerte caída de los precios del petróleo que descontaban un escenario de recesión mundial.

En Europa tras la decepción del mercado por el anuncio del BCE en diciembre, Mario Draghi en el mes de marzo volvía a la carga con el incremento de las medidas de estímulo tanto en el importe de las compras como en la extensión del Quantitative Easing. Además se anunció una rebaja de la facilidad de depósito hasta el -0.40% que penaliza el exceso de liquidez de las entidades financieras. La principal novedad fue la inclusión de la deuda corporativa no financiera dentro de la lista de activos de compra, lo que provocó un fuerte rally en los bonos de empresas.



“Gráfico del Vix que es el indicador utilizado para medir la volatilidad del mercado”. Fuente: Amundi

En EEUU la Fed mantiene el tono de cautela en sus últimas intervenciones lo que hace prever que las subidas de tipos serán más lentas de lo esperado. A pesar de que hay señales de recuperación, tras un PIB del 4T15 muy débil las incertidumbres globales han provocado que la Reserva Federal se viera inclinada a retrasar las subidas de tipos más allá de abril. Lo cierto es que las revisiones de beneficios para la campaña de resultados están siendo a la baja, los analistas prevén una caída de márgenes en las compañías americanas, principalmente por la fortaleza del dólar y debido a que el mercado de trabajo se encuentra cerca del pleno empleo, lo que hace presagiar alzas en los costes laborales.

Las noticias desde China han continuado siendo un lastre para las bolsas durante este trimestre y desde el inicio de la volatilidad que comenzó en agosto de 2015. La transición del modelo económico en China continúa dentro de lo previsto por los analistas. Aunque los indicadores oficiales de diciembre apuntaban a una contracción de la actividad del sector manufacturero, los datos en referencia al sector servicios han continuado evolucionando favorablemente. No obstante, las crisis en China ha provocado una fuerte distorsión en las previsiones de demanda de las materias primas que está afectando principalmente a los países emergentes como productores natos.

Para el próximo trimestre la incertidumbre seguirá presente en los mercados financieros. Varios acontecimientos en el terreno político continúan provocando volatilidad. A día de hoy en España continuamos sin gobierno y la posible salida de Gran Bretaña del euro podría afectar al ritmo inversor y al crecimiento del PIB estimado. La evolución de la política monetaria va a ser clave en la evolución de los activos financieros. Por un lado el BCE continua agotando sus recursos con políticas cada vez menos ortodoxas pero la inflación sigue sin repuntar, lo que cada vez más hace agotar la confianza en la institución. EEUU seguirá estando en el punto de mira de todos los inversores, la capacidad de la Fed de lograr o no una transición del proceso de normalización monetaria adecuada determinará el éxito o fracaso del resto bancos centrales que han seguido políticas de estímulos similares.

## RENTA FIJA

El 10 de marzo el BCE superó las expectativas de mercado debido a la agresividad de las medidas anunciadas. Los malos datos de inflación y la decepción de la comparecencia en diciembre de 2015, forzó a Mario Draghi a actuar con más contundencia en esta ocasión. Más allá de las medidas, el BCE volvió a reforzar su mensaje de que hará todo lo que esté en su mano para impulsar la economía europea. La combinación de instrumentos utilizados intenta conseguir un mix que estimule el crédito pero que no penalice en exceso al sector bancario. Por ello rebaja el tipo de intervención al 0%, el tipo de depósito lo situó en el -0.40%, pero renueva cuatro TLTRO con vencimiento 2020. En materia del QE, el BCE aumenta el volumen de compras de 60.000 a 80.000 millones de euros mensuales e incluye como bonos elegibles la deuda corporativa no financiera con grado de inversión.

A pesar de haber sido un trimestre muy volátil para los activos de riesgo, el comportamiento de la deuda ha sido positivo. El arranque de pánico en la renta variable ha favorecido a los bonos que una vez más actuaban como refugio en un entorno de alta volatilidad. En Europa el bund alemán volvía a la zona de mínimos y se mantenía en una senda alcista. La rentabilidad a comienzo de año que se situaba en niveles de 0.62% pasaba a 0.15% tras cerrar el trimestre. Los bonos periféricos presentaban cierta divergencia en su comportamiento. La deuda de España e Italiana imitaba el comportamiento de la deuda Core, a excepción de los bonos de Portugal, donde hemos visto un movimiento de incremento de la pendiente de la curva en el tramo 5-10 años.



“Gráfico con la evolución de las rentabilidades de la deuda soberana”. Fuente: Amundi

# Análisis de mercado 2016

En base a la inclusión de los bonos corporativos de grado de inversión no financieros en el programa QE, se ha producido una importante corrección en los diferenciales de crédito. A pesar de que el BCE no va a incluir bonos High Yield, el traslado de esta medida a los bonos de grado especulativo ha sido evidente, con fuertes correcciones que han seguido el movimiento alcista de la bolsa del mes de marzo.

En EEUU el último discurso de la Fed mostró un tono acomodaticio, lo que dio un balón de oxígeno al mercado al disminuir la probabilidad inminente de una nueva subida de tipos. El comportamiento de la curva americana respondió positivamente a este mensaje y también se vio beneficiado en el entorno de volatilidad del último trimestre. Así, hemos visto estrechamiento del Treasury (bono americano vencimiento 10 años) y todos los tramos de la curva se han encarecido. El tramo soberano de 2 años pasaba de una rentabilidad en el trimestre de 1.04% a cerrar en 0.70%, el tramo 5 años cerraba en 1.20% tras estrechar 50 pb y la deuda con vencimiento 10 años también se revalorizaba en el trimestre al pasar de una rentabilidad del 2.26% al 1.75%.

## RENTA VARIABLE

Las bolsas mundiales han cerrado uno de los peores trimestres de los últimos 5 años. La volatilidad ha estado presente y el comportamiento ha estado marcado por dos etapas bastante divergentes. Durante los dos primeros meses los mercados se desplomaron hasta llegar a perder en el caso del Ibex 35 hasta un 18% debido a las dudas en China, la caída del precio del petróleo y la incertidumbre en torno a los bancos centrales. A partir del 11 de febrero las bolsas han mostrado una fuerte recuperación que conseguía salvar lo que podía haber sido un trimestre nefasto.



“Gráfico con la evolución trimestral del IBEX35” Fuente: Bloomberg

La bolsa española cerraba el mes de marzo con una subida del 3%, por lo que cierra el trimestre con un retroceso de un -8.6% en su peor arranque desde el año 2010. El peor comportamiento ha sido el de la bolsa italiana que cedía más de un 15% y que se ha visto agravado por las dudas sobre su sector financiero. El Dax alemán cerraba con una caída de -7.24%, similar al comportamiento del índice europeo EUROSTOXX50 que se dejaba en el trimestre un -8.04%.

Al otro lado del Atlántico las bolsas americanas han tenido un comportamiento relativamente mejor que las bolsas europeas. El tono acomodaticio de la Fed daba un respiro a los mercados financieros que reaccionaban de forma positiva. De esta forma el S&P500 conseguía cerrar el

trimestre en positivo, con una revalorización del 0.77%, al igual que el Dow Jones que cerraba ligeramente mejor, por una subida del 1.50%. En el lado negativo el Nasdaq caía lastrado por el mal comportamiento de algunos de los valores más representativos y tenía una caída trimestral del -2.75%.

Uno de los sectores que mejor comportamiento han tenido ha sido el sector de las materias primas. Tras ser uno de los sectores más castigados, algunas de las principales compañías de commodities estaban cotizando en mínimos históricos. A pesar de las recomendaciones de mercado de venta, a cierre de trimestre no solo no ha bajado si no que ha logrado tener rentabilidades positivas superiores al 10%. Entre otras destaca el comportamiento de Arcelor mittal, empresa líder en la producción de acero de níquel, que conseguía multiplicar por más de dos veces su precio tras llegar a cotizar en mínimos históricos. Finalmente, y tras llevar a cabo una ampliación, conseguía cerrar el trimestre con una revalorización superior al 30%.

## ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos las últimas publicaciones de datos macroeconómicos han presentado resultados mixtos. Los pedidos de fábrica han batido las expectativas ya que han registrado un retroceso del -1.7%, ligeramente menor a lo esperado, -1.8%. Los indicadores adelantados siguieron presentado sorpresas positivas con el ISM no manufacturero en 54.5 puntos desde el dato anterior de 53.4 y superando el consenso que lo situaba en 54.2. Al igual, los datos de desempleo semanales han sido positivos con un menor número de solicitudes de desempleo, bajando hasta los 267.000 y por debajo de los 270.000 esperados. En cambio por el lado de las sorpresas negativas los datos de balanza comercial han sido más deficitarios de lo que estaba estimado y han registrado un déficit de 47.000 millones de dólares frente a los 46.000 esperados. De igual forma, la cifra de inventarios fue negativa ya que el mercado esperaba una retrocesión del -0.2% frente al -0.5% que finalmente retrocedieron.

**Probabilidad de recesión: observada y prevista según modelo (%)**



“Modelo elaborado por AFI que recoge la probabilidad de recesión de EEUU”. Fuente: AFI

En materia de política monetaria, las actas de la Reserva Federal no tuvieron sorpresas ya que casi todos los miembros estuvieron a favor de pausar la siguiente subida de tipos de interés. Las subidas de tipos serán prácticamente graduales este año. De momento el FOMC parece confirmar que el ritmo de subida de tipos previsto podría ser más lento de lo esperado. Concretamente, se espera que ahora el tipo de situé en 0.9% a final de 2016 frente a 1.4% de las previsiones de diciembre de 2015.



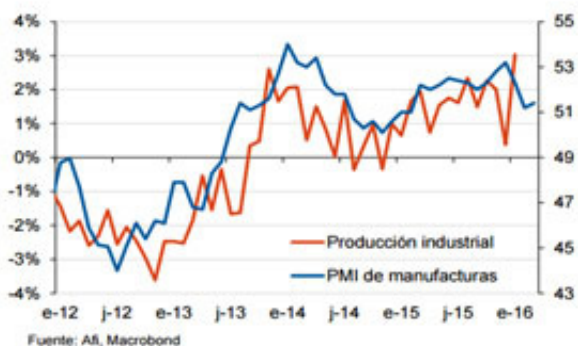
# Análisis de mercado 2015

## EUROPA

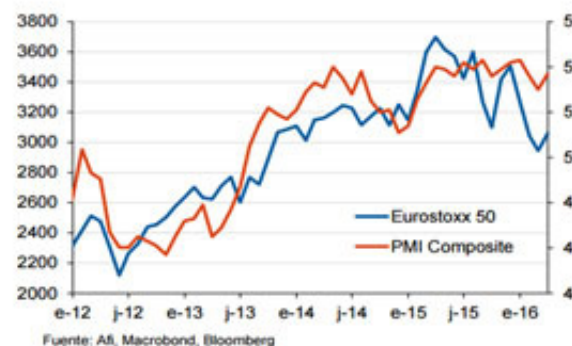
En la eurozona, desde el punto de vista macroeconómico, destacamos la última tasa de desempleo publicada en diciembre, que se mantuvo en un 10%. En España en cambio se publicó un buen dato de empleo en marzo con la creación de 138.000 empleos, que representa la cifra más alta en casi un año. Por el lado negativo, la confianza del inversor en la eurozona quedó por debajo de lo esperado ya que se situó en 5.7 muy por debajo de los 7 puntos estimados por el consenso de mercado. La cifra de pedidos de fábrica en Alemania también supuso un revés negativo, ya que cayeron un -1.2% frente a la estimación positiva de 0.3%. Además, los PMI de servicios del mes de marzo, bajaron en Italia (53 vs 51), en Francia (51.2 vs 49.9) y en Alemania (55.5 vs 55.1), el único comportamiento positivo ha sido el de España que pasaba de 54.1 a 55.3. Por el lado positivo el dato de ventas minoristas de febrero subía un 2.5% en términos interanuales frente al 1.9% esperado. La producción industrial alemana también presentaba resultados positivos y batía las expectativas al avanzar un 1.3% interanual frente al 0.4% esperado.

En materia de política monetaria el inicio de las compras de deuda Investment Grade no financiera supone un incentivo de las empresas para sustituir financiación bancaria por acceso a los mercados de capitales, por lo que se espera una necesidad de incrementar la financiación a Pymes.

Producción industrial del área euro (tasa interanual) y PMI de manufacturas (dcha)



PMI Composite del área euro y Eurostoxx 50



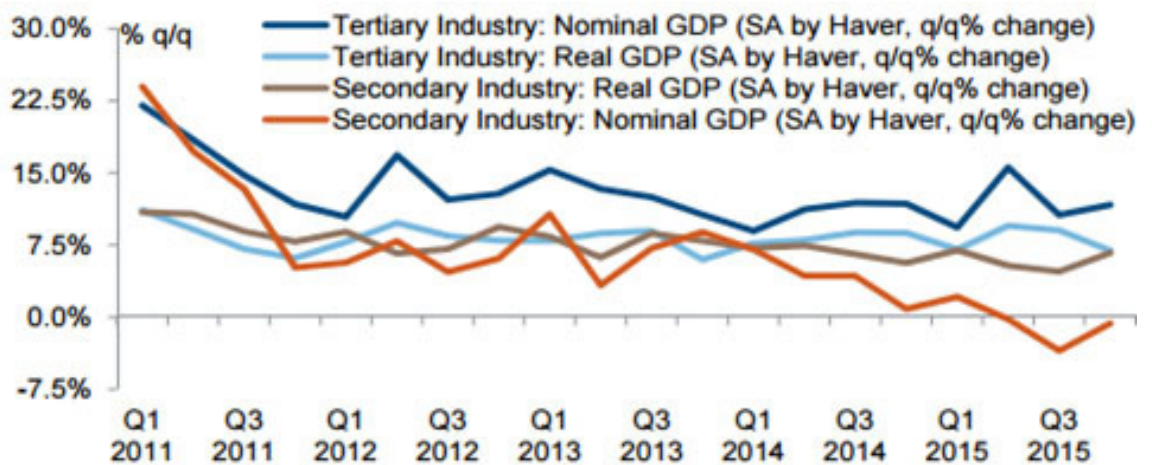
"Gráficos que recogen los indicadores de actividad del área euro". Fuente: AFI

En el terreno político durante el próximo mes empieza la campaña para el referéndum del Brexit. La pregunta del referéndum es ¿Debería el Reino Unido permanecer como miembro de la Unión Europea o salir de la Unión Europea? A favor del "Si" se mantiene el primer ministro Cameron y la mayoría de su gabinete, además del principal partido de la oposición, el partido Laborista. Entre los que se encuentra en contra, estaría el partido UKIP encabezado por el famoso eurodiputado Nigel Farage que representan al partido euroescéptico. Hasta ahora las encuestas arrojan un resultado muy ajustado aunque el mercado descuenta la permanencia del euro.

ECONOMÍAS EMERGENTES

En China recientemente hemos conocido los PMI del sector servicios y compuesto en el mes de marzo. En ambos casos han superado al dato de febrero y los indicadores que recogen los servicios continúan siendo ligeramente positivos al pasar del 51.2 al 52.2. Por otro lado, la caída del dólar tras disminuir las expectativas de subidas de tipos, ha permitido al banco central chino mantener más estable la cotización del yuan y, como consecuencia, se ha producido un aumento de las reservas de divisas internacionales por primera vez desde el mes de octubre. Los datos de inflación de China del mes de marzo se han mantenido en el 2.3%, el línea con el consenso.

Chart 7. Services strong but manufacturing subtracting from Chinese growth



Source: CNBS/Haver Analytics, February 2016

“Gráficos donde se puede ver la desaceleración del sector industrial en China frente al sostenimiento del sector servicios”.

Próximamente se conocerán los datos de PIB del primer trimestre. A día de hoy el consenso anticipa que el PIB se modere hasta el 6.7% interanual desde el 6.8% del año pasado en el mismo periodo.



# Análisis de mercado 2015

## VISIÓN DE GESTIÓN PSN

**“Las previsiones te dirán muchas cosas sobre quién las hace, pero no te dirán nada real sobre lo que pasará en el futuro.” – Warren Buffet**

Este trimestre se ha caracterizado por un desplome generalizado de la mayoría de los activos de riesgo y probablemente será uno de los arranques bursátiles de año más complicado de los últimos tiempos. En este periodo hemos visto caídas del Ibex del 20% en apenas un mes y fuertes revalorizaciones, como el caso de Arcelor mittal que llegó a subir hasta un 200%. Por lo que desde aquí nos preguntamos ¿Es razonable que una empresa con ingresos predecibles y con una estructura financiera sólida pueda oscilar en un 20% arriba o abajo en apenas unos días? Probablemente no, por lo que estos vaivenes de la bolsa han de ser aprovechados por los gestores para incrementar valor en la gestión de patrimonios en el medio plazo.

Este mes el Banco Central Europeo anunció nuevas medidas monetarias más agresivas, entre las que destacan la reducción de la facilidad de depósito y el aumento del QE con compras de activos de hasta 80.000 euros mensuales e incluyendo bonos corporativos en el programa. La intención del BCE con estas medidas no es otra que la de empujar a los bancos a aumentar el crédito a las empresas y familias. Sin embargo, el mercado duda sobre la efectividad de estas medidas y la munición del BCE podría llegar a agotarse. Además no es menos cierto que las familias continúan manteniendo un endeudamiento elevado y las economías de la eurozona siguen siendo rígidas en ausencia de reformas estructurales. Por tanto, consideramos que para los próximos meses debemos prestar especial atención a los activos de renta fija. Los niveles de TIR de la deuda soberana vuelven a estar en mínimos de Abril de 2015, momento el que vimos una fuerte corrección que prácticamente destruyó la rentabilidad de las carteras de renta fija soberana de duraciones medias y altas.

En renta variable, como hemos comentado en los últimos meses, seguimos sin ver un movimiento direccional claro en los índices. Las dudas sobre el modelo de negocio tradicional de los principales bancos y su fuerte peso en los índices no suponen un fuerte catalizador para el corto plazo. Además en EEUU las previsiones sobre los resultados de las compañías americanas son bastantes pesimistas debido a la contracción de márgenes a los que se van a enfrentar las empresas.

## PSN ANÁLISIS

**Jesús María Rioja Gonzalo:** [jmrrioja@grupopsn.es](mailto:jmrrioja@grupopsn.es)

**Amparo Muñoz Martínez:** [amparomunoz@grupopsn.es](mailto:amparomunoz@grupopsn.es)

**Juan Luis Fresneda Clement:** [jfresneda@grupopsn.es](mailto: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.