



ANÁLISIS

de mercado

JULIO 2016



Análisis de mercado 2016

ENFOQUE GENERAL

El primer semestre de 2016 se ha caracterizado por un importante repunte de la volatilidad. A principios de año los mercados arrancaban con las preocupaciones por el crecimiento en China ocasionando un fuerte impacto en las materias primas y en los precios del petróleo. A partir de Febrero los mercados iniciaron una recuperación paulatina hasta el mes de Mayo, donde pudimos ver cierta estabilidad y la recuperación del precio del petróleo. Las intervenciones de los bancos centrales, y en especial el BCE, han continuado apoyando al mercado con políticas expansivas y finalmente el retraso en la subida de tipos en EEUU ha supuesto un balón de oxígeno para las bolsas y para la deuda de los países emergentes. Esta volatilidad, que se intensificó fuertemente al cierre del trimestre debido al resultado del Brexit, provocó un pánico vendedor en las plazas bursátiles del todo el mundo con un desplome histórico que dejaba a la libra en mínimos de 30 años.



“Gráfico del Vix, índice que mide la volatilidad en el mercado donde podemos observar el fuerte repunte a consecuencia del Brexit” Fuente: Bloomberg

El 23 de Junio se producía el referéndum que decidía la permanencia del Reino Unido dentro de la Unión Europea con un resultado inesperado de salida. El triunfo del Brexit rompía las expectativas de mercado y abría un nuevo escenario de incertidumbre sobre el futuro de la Unión Europea. Como consecuencia la libra llegó a depreciarse un 10% contra el dólar y alcanzó mínimos desde 1985. Las bolsas también se vieron afectadas y en el caso del IBEX tuvo su mayor caída de la historia en una sesión con una pérdida en el día de un 12%. Las rentabilidades de la deuda periférica también sufrieron ampliaciones frente a la deuda alemana y el crédito se vio perjudicado con caídas de precios, especialmente la deuda High Yield con una ampliación media de 80 puntos básicos.

A pesar del incremento de expectativas de una nueva subida de tipos en EEUU antes del verano, la FED decidió retrasar la subida de tipos en junio. La decisión estuvo marcada por una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento hasta el 2% frente al 2.2% de marzo. Yellen, además reconoció que el referéndum sobre la permanencia de UK fue un factor relevante para tomar la decisión. Con respecto al mercado laboral, según la interpretación de la FED, el ritmo en la mejora en el mercado laboral parece haberse ralentizado ya que a pesar de que la tasa de desempleo se situase en un 4.7%, se crearon 38.000 nuevos empleos, la cifra más baja en cinco años.

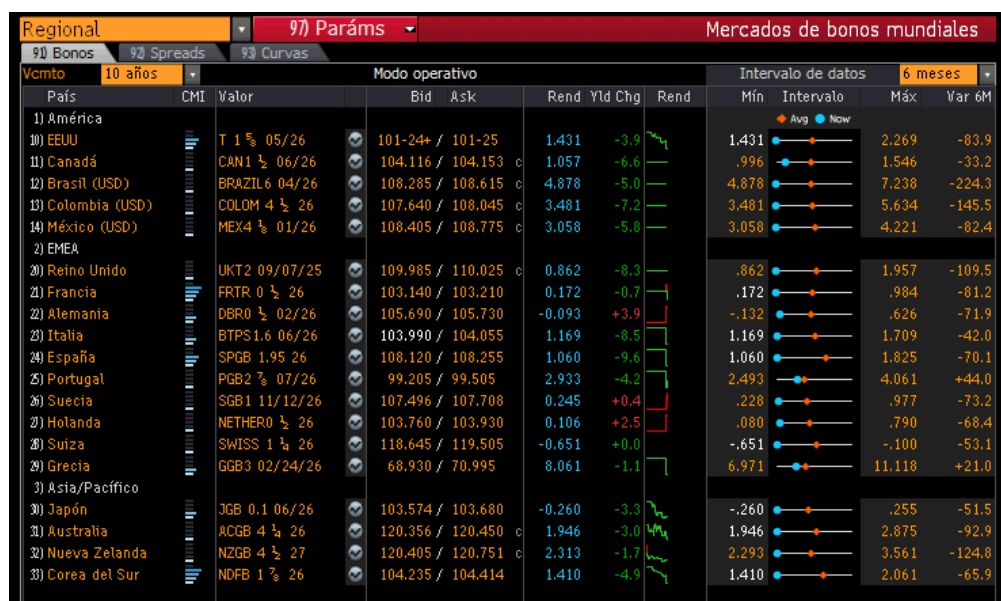
En Europa durante el mes de junio el BCE comenzó el programa de compras de deuda corporativa que anunció en el mes marzo junto con el resto de la batería de medidas expansivas. Este programa, a diferencia de las limitaciones de compras por países de la deuda soberana, no presenta tantas restricciones pudiendo alcanzar hasta un 70% por emisión. Esta medida ha tenido un claro impacto en las rentabilidades de los bonos corporativos reflejándose ya en este semestre. El estrechamiento en rentabilidades no solo ha venido por la parte de los bonos de grado de inversión, únicos activos que estarían sujetos a las compras de la institución, sino que también ha arrastrado a casi la totalidad de bonos corporativos incluyendo aquellos con baja calificación crediticia o especulativos.

Durante los próximos meses el Brexit y las noticias del proceso de salida podrán incrementar la volatilidad de las bolsas. El riesgo más allá de la salida radica en los efectos que puedan tener en los intercambios comerciales y en las repercusiones políticas sobre los miembros de la Unión. Hay que tener en cuenta que la desconexión del Reino Unido llevará un proceso de al menos 2 años. Sin embargo, lo importante será valorar el impacto a largo plazo y esperar a que finalmente se impongan los intereses comunes y se normalice la situación mediante la firma de tratados comerciales similares a los que tendrían países como Suiza o Noruega.

MERCADOS FINANCIEROS

RENTA FIJA

Renta Fija. Durante el trimestre las políticas de los bancos centrales han continuado sosteniendo el mercado de deuda soberana. El Banco Central Europeo continuó respaldando la recuperación de la Unión Europea mediante su programa de adquisición de bonos. Los resultados del Brexit han incrementado los temores a una posible ruptura de la Unión Europea debido a la posibilidad de que más países descontentos se sumen al proceso de desconexión. Por ello se espera que el BCE aumente la políticas expansivas para mitigar el menor crecimiento por el efecto Brexit y para sostener las tirs de la deuda soberana.



"Pantalla de mercado a cierre del segundo trimestre con la evolución trimestral"

Fuente: Bloomberg



2016

Análisis de mercado 2016

En mercados la deuda ha sufrido cierta volatilidad durante el trimestre pero se ha cerrado con repuntes de precios, si bien los temores del Brexit hicieron incrementar las rentabilidades de la tires en la deuda periférica, en el cierre de junio los niveles se han mantenido estables con respecto al cierre del marzo. El bono español ha continuado aplanándose y a 10 años cerró en niveles mínimos históricos con una rentabilidad del 1%. Así mismo, el Bund ha vuelto a marcar nuevos mínimos históricos, llegando por primera vez en la historia a tener rendimientos negativos.

En Estados Unidos en el discurso de la FED, Yellen mostró cierta cautela debido a los últimos datos publicados. La incertidumbre ante el resultado del Brexit ha hecho que de momento no se vayan a acometer subidas de tipos y tan solo se espera un incremento para este ejercicio. Por tanto, la rentabilidad del bono americano con vencimiento a 10 años ha continuado estrechando y ha cerrado el trimestre con una rentabilidad inferior al inicio en 34 puntos básicos.

RENTA VARIABLE

Las bolsas mundiales han tenido un comportamiento divergente en las principales zonas geográficas de occidente. La volatilidad ha continuado presente en los mercados tras el complicado inicio de año con las incertidumbres de China y la incertidumbre por el referéndum de UK ha continuado siendo un freno para algunos de los principales índices europeos. Así, el Eurostoxx50 ha finalizado el trimestre con una caída del -4.67%, lo que supone un descenso en el año del -12.67%. El IBEX35 ha tenido el peor comportamiento en Europa con un caída trimestral del -6.47%, lastrado principalmente por el del sector bancario y por alguna de las principales compañías debido a su alta exposición a Reino Unido. Le siguen el CAC40 y el DAX30 que se dejan en el trimestre un -3.37% y un -2.86% respectivamente.



“Gráfico con la evolución en el mes de junio de Banco Santander donde se puede observar el desplome a causa del resultado del Brexit” Fuente: Bloomberg

La sorprendente victoria de salida del Reino Unido de la UE provocó una debacle en las bolsas europeas, y con especial incidencia en el IBEX35 que llegó a perder más del 12%. Los valores más castigados fueron aquellos con mayor exposición a UK, entre ellos, la aerolínea IAG se dejó hasta un -24%, Santander también fue duramente castigada con una caída de un -18%, y Sabadell cedió un -19%. Al igual, y debido a la exposición de Telefónica a través de la filial O2, cedió en el parque un -15% mientras que Iberdrola y Ferrovial cayeron más de un 8%.

En EEUU las bolsas americanas han tenido un comportamiento relativamente mejor que las bolsas europeas. A pesar de las incertidumbres en el trimestre respecto a los problemas de crecimiento o al Brexit todo los índices americanos a excepción del Nasdaq han cerrado en positivo el trimestre. La caída de algunos de los principales valores tecnológicos ha lastrado al índice Nasdaq 100 que cerró con una pérdida del -1.47%. Por otro lado, tanto el S&P500, como el Dow Jones se han revalorizado en el trimestre un 1.9% y un 1.8% respectivamente.

El sector de las commodities continua teniendo un buen comportamiento, el barril Brent ha seguido rebotando tras el desplome iniciado durante el ejercicio anterior y se revaloriza en precio un 25% con un fuerte aumento en el volumen de contratación.

ESTADOS UNIDOS

La economía americana continúa mostrando signos de fortaleza con una expectativa en el crecimiento del 1.8% para el segundo trimestre. Actualmente las previsiones apuntan a que este ritmo se mantenga debido a la fortaleza del consumo interno y a la confianza del consumidor que se encuentra en niveles altos. En relación al consumo los datos apuntan avances en torno a 2.6 puntos en términos interanuales. La inversión muestra datos más modestos, la inversión fija no residencial ha tenido una fuerte caída que se ha visto ligeramente compensada por un incremento en la inversión residencial que continua la tendencia de recuperación.

Las previsiones para el segundo trimestre plantean dudas debido a que el ciclo alcista podría empezar a sufrir signos de agotamiento. Por el momento los indicadores muestran resultados mixtos, los indicadores cualitativos ISM (que evalúa el estado de la industria estadounidense) se encuentran cerca de máximos y señalan un carácter expansivo pero otros indicadores indican que el ciclo expansivo podría estar llegando al fin. Principalmente las dudas están presentes en los datos de producción industrial que en los últimos meses muestran cierta fatiga de la economía. El dato del mes de mayo cae un -0.4% por la bajada en el sector del automóvil y por la caída en el sector utilities. En línea con los datos industriales se observa que el indicador de la Fed de Filadelfia, que tiene una elevada correlación con los ISM y la producción industrial también confirma una desaceleración de la actividad manufacturera.

99 Exp datos		Prob de tipo interés mundial								
Estados Unidos		Instrumento Futuros: Fondos Fed		Tipo efectivo FED 0.40						
1) Panorama		2) Probabilidad implícita futura								
Probabilidades implícitas actuales		3) Añadir/quitar								
Fechas		Junta		Cálculo		Calculado 07/27/2016			Según tipo 0.25-0.50	
	Junta	Prob aumento	Prob reducción	0-0.25	0.25-0.5	0.5-0.75	0.75-1	1-1.25	1.25-1.5	1.5-1.75
07/27/2016		8.0%	0.0%	0.0%	92.0%	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
09/21/2016		26.4%	0.0%	0.0%	73.6%	24.8%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
11/02/2016		28.0%	0.0%	0.0%	72.0%	25.8%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
12/14/2016		45.2%	0.0%	0.0%	54.8%	36.9%	7.8%	0.5%	0.0%	0.0%
02/01/2017		46.3%	0.0%	0.0%	53.7%	37.2%	8.4%	0.7%	0.0%	0.0%
03/15/2017		52.7%	0.0%	0.0%	47.3%	39.2%	11.8%	1.6%	0.1%	0.0%
05/03/2017		54.8%	0.0%	0.0%	45.2%	39.6%	13.0%	2.0%	0.2%	0.0%
06/14/2017		61.2%	0.0%	0.0%	38.8%	40.4%	16.8%	3.6%	0.4%	0.0%
07/26/2017		61.0%	0.2%	0.2%	38.8%	40.2%	16.7%	3.6%	0.4%	0.0%
09/20/2017		64.8%	0.2%	0.2%	34.9%	40.1%	19.1%	4.9%	0.7%	0.1%

“Tabla con las probabilidades de subida de tipos en EEUU según lo que descuenta el mercado de futuros. Fuente: Bloomberg
 En materia de política monetaria, y a raíz de los últimos datos publicados, la Fed se mostró cauta en su última intervención lo que ha hecho retrasar considerablemente las expectativas de subidas de tipos. Las principales variables que pueden determinar la decisión de la Fed son los datos del mercado de trabajo y la inflación. Sobre el empleo se observa una tendencia de desaceleración



Análisis de mercado 2016

debido al incremento de los costes laborales lo que está haciendo dificultar la contratación. Con respecto a la inflación los últimos datos sugieren un aumento en los precios de un 2.2% medida a través de la inflación subyacente. Por tanto el dilema se encuentra en subir tipos para frenar la inflación pero esto podría perjudicar debido a los problemas de estancamiento del mercado de trabajo. Además las incertidumbres económicas en el resto del mundo podrían estar condicionando la decisión de subida de tipos. En este sentido, y a pesar de que Janet Yellen ha mostrado cierta preocupación por el resultado del Brexit, constata que los datos positivos de los indicadores vencen a los negativos, por lo que, si el mercado laboral se recupera y la inflación continúa situándose en torno al 2%, la Fed señala que la subida sería apropiada aunque de momento en mercado las expectativas de subida inminente han disminuido de forma considerable.

EUROPA

En la eurozona, la recuperación continúa de forma progresiva aunque a un ritmo lento. La previsiones de PIB para el segundo trimestre apuntan a un crecimiento del 1.6% a pesar de todas las incertidumbres ocurridas en los últimos meses. Principalmente se ha visto afectada por los problemas de crecimiento mundial, las negociaciones con Grecia y finalmente la salida de UK de la Unión Europea. De esta forma, el proceso de negociación y la capacidad de Europa para mantenerse unida van a ser factores que determinen la capacidad de crecimiento económico en los próximos años.

Desde el punto de vista macroeconómico, los datos de crecimiento del primer trimestre tras la revisión se han confirmado en un crecimiento intertrimestral de 0.6%, sumando dos décimas con respecto a la lectura precedente. Si nos fijamos en el dato medido en términos interanuales, observamos un avance del 1.7% principalmente debido a la demanda interna favorecida en parte por todos los estímulos monetarios puestos en marcha por el BCE. Como aspecto negativo, los datos macro arrojan un freno en la inversión, que en el último mes ha sido ligeramente menor al dato del trimestre anterior. Lo que es destacable es la divergencia entre algunas de las principales economías europeas, mientras que España y Alemania han comenzado con un crecimiento sólido, Francia continua estancada con un ritmo de avance más débil.

Además, los indicadores adelantados de actividad parecen prever una desaceleración y confirman la disparidad entre las economías. El PMI compuesto (índice de gestores de compras) muestra un menor crecimiento en la actividad ya que la cifra (53.1) es un décima inferior a la registrada en el primer trimestre. Los últimos datos de Junio muestran una fuerte aceleración del crecimiento de la actividad manufacturera pero en cambio muestran un avance más lento de la actividad del sector servicios. Tal y como indicamos, por países el lastre ha estado representado por Francia registrando en Junio un menor crecimiento en la actividad económica.

PIB e IPCA (tasa de variación anual, %)

	junio			marzo		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
PIB	1,6	1,7	1,7	1,4	1,7	1,8
IPC armonizado	0,2	1,3	1,6	0,1	1,3	1,6

Fuente: Afi, BCE

“Última revisión del BCE de los pronóstico crecimiento y de la inflación”.

En lo que respecta a los precios, el IPC vuelve a estar en terreno positivo en los datos registrados durante el mes de junio. Principalmente por el ligero repunte de los costes energéticos con la subida del precio del petróleo. Aunque los datos de inflación son positivos, la inflación subyacente se encuentra ligeramente estancada en torno al 1% y las expectativas de subida para el segundo trimestre continúan sesgadas a la baja. En este sentido el BCE durante este trimestre ha implementado las medidas anunciadas en marzo, y el inicio de compras de bonos corporativos dio comienzo a partir del 8 de junio. A pesar de todas estas medidas agresivas y a causa del resultado del Brexit, no se descarta que el BCE anuncie nuevas actuaciones en materia de política monetaria expansiva.

ECONOMIAS EMERGENTES

En China si bien las noticias de inicio de año parecían ser tremendamente negativas, durante este trimestre los problemas de esta economía parecen haber pasado a segundo plano. Los datos del semestre parecen indicar que ha habido una estabilización del crecimiento debido a los estímulos monetarios inyectados por las autoridades. Todo ello parece que ha impactado en una menor volatilidad del Yuan y los flujos de salida de capitales parecen haberse estabilizado por el momento. Si bien todavía se observa una desaceleración del crecimiento, varios analistas consideran que está dentro de lo normal y que la transición de China hacia un modelo centrado en el sector servicios sigue su curso con cierta normalidad.

96 Gráfico		97 Vista por defecto		Pronósticos econ							
País/región/mundo		Contribuidor	Composite de contribuidor		Anual		Trimestral				
* China		Navegar	Privado		Oficial		Efectivo / Pronósticos				
Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Actividad económica											
PIB real (YoY%)	9.2	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.5	6.3	6.3	
Inversión en activos fijos (YoY)							10.1	9.6	9.0	8.0	
Producción industrial (YoY%)							6.1	5.9	5.5	5.1	
Ventas al por menor (YoY)							10.6	10.4	10.4	10.0	

“Tabla con los pronósticos macroeconómicos de China realizado por el consenso de analistas”. Fuente: Bloomberg

Así los datos del primer trimestre en China confirman un crecimiento del 6.7% con respecto a la cifra de 2015 y una décima menos que el cuarto trimestre de 2015. En línea con lo esperado, el sector servicios fue el que más creció con un incremento trimestral de 7.6%, seguido por la industria que creció un 5.8%. El peso del sector servicios de la economía ya supone un 56% del PIB, dos puntos porcentuales más que en el mismo periodo del año pasado.



Análisis de mercado 2016

VISIÓN DE GESTIÓN PSN

“No hay límites a nuestra acción para llevar la inflación a nuestro objetivo”- Mario Draghi

Durante este trimestre han continuado las caídas en las bolsas iniciadas en el comienzo del año. El mes de Junio ha sido el peor mes para la bolsa española desde 2012. El pasado 23 de Junio Reino Unido decidió vía referéndum salir de la Unión Europea lo que provocó un desplome en casi todas las bolsas europeas. El índice Ibex 35 sufrió la mayor caída de la historia -12.35% en un solo día y el bono alemán continuó su escalada en precio en un movimiento de pánico hacia los activos refugio por excelencia.

En nuestra opinión el principal riesgo del Brexit se centrará en ver el impacto en los intercambios comerciales entre Reino Unido y la Unión Europea que pueda tener el proceso de negociación de salida del mercado común. Además esto siembra un precedente para el resto de países de la Unión Monetaria lo que supone una amenaza para la estabilidad del sistema actual. En cualquier caso nuestra impresión es que, probablemente y debido al interés de las partes, se llegará a un acuerdo de comercio razonable en los próximos años.

La política monetaria de los bancos centrales continúa inundando de liquidez los mercados y la rentabilidad de los activos de renta fija continúan marcando records históricos. Durante este trimestre, el Bund alemán pasó a cotizar en negativo y el bono español para el mismo plazo ya cotiza en niveles muy cercanos al 1%. Esta encrucijada de los bancos centrales continúa distorsionando el binomio riesgo-rentabilidad y la solución a través de la creación de la inflación no parece que vaya a ser fácil. En este sentido no parece razonable la inversión a largo plazo para este tipo de activos, por lo que seguimos reiterando prudencia en la exposición en duraciones largas en activos de deuda.

En lo relativo a la renta variable, como ya hemos explicado en varias ocasiones, no es fácil hacer predicciones sobre hacia donde se va a dirigir el mercado en los próximos meses. No obstante recordamos que tras el verano se celebrarán las elecciones norteamericanas por lo que se aconseja cautela en la medida en que puedan ser un detonante de volatilidad e inestabilidad en los mercados. Como ya indicamos en informes anteriores, no creemos que se acometan subidas de tipos de interés previas a las elecciones en la medida en que esto puede incidir en el proceso electoral.

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.