

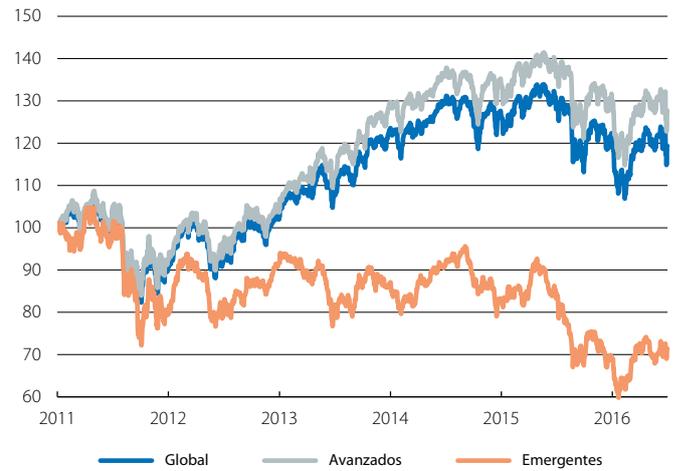
COYUNTURA · El *brexit* sacude los mercados y provoca la búsqueda de refugio

El referéndum sobre el *brexit* truncó la evolución de los mercados en un mes que llevaba buen rumbo. Los primeros compases de junio dieron continuidad al *rally* del mes anterior. A medida que las dudas sobre el entorno global perdieron fuerza, el renovado apetito por el riesgo propició cierta recuperación en los mercados. Sin embargo, esta tendencia se vio truncada a mediados de mes por la creciente tensión en torno al referéndum sobre el *brexit*. Cuatro de los principales bancos centrales (Fed, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Banco Nacional Suizo) mantuvieron su política monetaria sin cambios ante la situación de mercado. Finalmente, la opción de salir de la UE ganó la votación por un estrecho margen, lo que provocó una fuerte depreciación de la libra esterlina y una huida generalizada en los mercados globales, desde los activos de riesgo a los activos más seguros. La mayoría de bolsas cerraron el mes en negativo, y el MSCI World descendió un 1,1%. El Eurostoxx sufrió en mayor medida y cayó un 5,8% en junio. Los mercados emergentes, sin embargo, mostraron el mejor desempeño apuntándose subidas del 4,1%. La renta fija corporativa global también se revalorizó un 1,8% en la categoría de inversión y 0,6% en la de especulación. Por otro lado, el precio del crudo prolongó su tendencia alcista y se situó un 33% por encima de principios de año. En este contexto de inestabilidad e incertidumbre, se ha reforzado la expectativa de que las políticas laxas de la Fed y del BCE se prolonguen aún más en el tiempo.

El sí al *brexit* sorprendió a los inversores y provocó un «viernes negro» que dejará una estela de incertidumbre. Desde mediados de mes, los mercados fueron presa de la incertidumbre generada sobre el referéndum. Las bolsas europeas vivieron varias jornadas de caídas en torno al 2% seguidas de subidas de más del 3% en función de los sondeos que se iban publicando. La libra esterlina, que llegó a acumular una depreciación del 3,2% frente al euro en lo que iba de mes repuntó en los días previos a la votación (con una volatilidad implícita en niveles de la crisis de 2008). Pero el viernes 24 de junio, tras la votación, la libra cayó un 8% frente al dólar y un 7,5% frente al euro. Los mercados internacionales también sufrieron un fuerte revés, especialmente intenso en las plazas europeas (FTSE: -4,2%, Eurostoxx 50: -8,9%, DAX: -7,1%, MIB Italia: -10,9%, Ibex 35: -12,5%), y, en particular, en el sector bancario europeo, que se desplomó un 18%. Una de las consecuencias previsibles de este inestable entorno ha sido la búsqueda de activos seguros que, junto a las decisiones de los bancos centrales, llevó la rentabilidad de la deuda alemana a mínimos históricos. La TIR del bono del Gobierno alemán a 10 años entró en territorio negativo por primera vez en su historia a mediados de mes y, tras el referéndum, descendió 20 p. b. hasta el

Bolsas internacionales por geografía

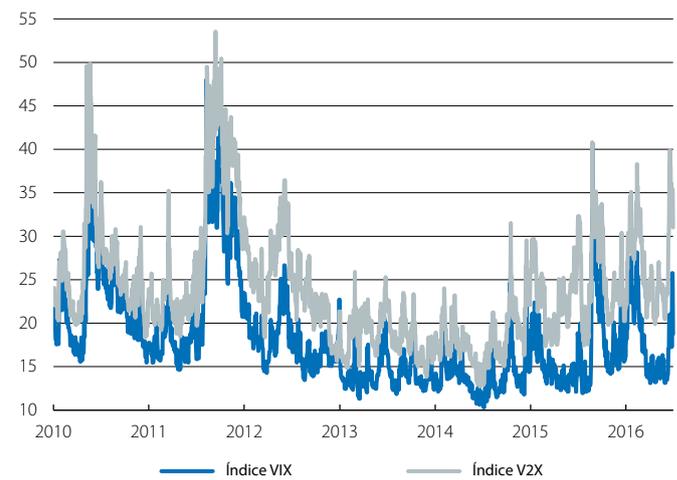
Índice (100 = enero 2011)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

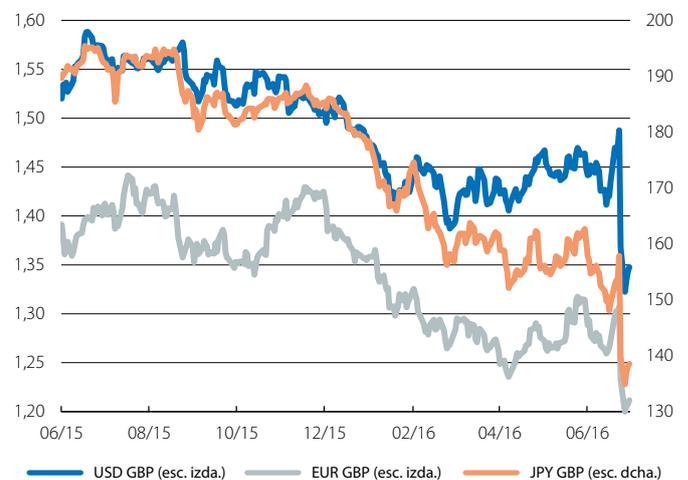
Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipo de cambio de la libra esterlina frente al euro, el dólar y el yen



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

-0,11%. Ello propició el incremento de las primas de riesgo periféricas, que a final de mes se situaban alrededor de los 130 p. b. en España, 140 p. b. en Italia, y cerca de 310 p. b. en Portugal. Los tipos del mercado monetario también registraron descensos mientras que el oro subió un 8,8%, y ya acumuló un ascenso del 25% en lo que va de año. En las próximas semanas es previsible que se mantenga una elevada volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros a la espera de que se definan pautas claras sobre la futura relación entre el Reino Unido y la UE.

En este contexto de turbulencias, la Fed es probable que posponga unos meses la siguiente subida de tipos. En la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) del 15 de junio, la Fed decidió mantener el tipo oficial en el 0,25%-0,50%, tal y como estaba previsto. En los días previos a la reunión, y ante la volatilidad de mercado, los contratos de futuros sobre los tipos de interés ya habían eliminado toda expectativa de una subida de tipos en junio. La nota del FOMC apuntó a que, a pesar del mayor crecimiento en la actividad económica, algunos indicadores económicos no han sido concluyentes a favor de una subida de tipos. Las previsiones que publicó la Fed después de la reunión apuntaban a que el *fed funds rate* terminaría 2016 en 0,75%-1,0%, lo que implicaría dos subidas de un cuarto de punto cada una este año. Tras el *brexit*, sin embargo, los contratos de futuros asignan un 12,5% de probabilidad a una subida en marzo de 2017. En cualquier caso, la Fed rebajó sus propias previsiones de tipos para 2017 y 2018 (de 1,9% a 1,6% y de 3,0% a 2,4%, respectivamente), así como el nivel de largo plazo (de 3,3% a 3,0%). De las previsiones macroeconómicas cabe destacar también la ligera revisión a la baja del crecimiento tendencial del PIB, que ahora se sitúa en el 2% de este año en adelante. Inicialmente, los rendimientos de la deuda pública estadounidense descendieron ligeramente, tanto en vencimientos cortos como largos, para terminar el mes en 0,6% y 1,47%, respectivamente, también arrastrados por la votación británica (cayeron 25 p. b. y 30 p. b. el 24 de junio).

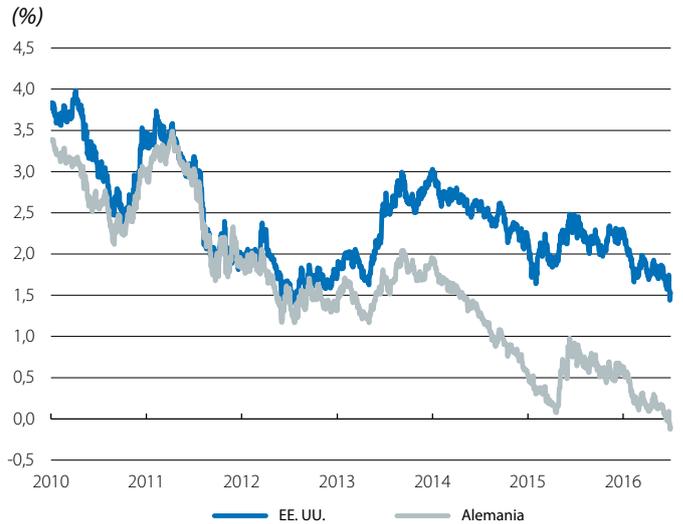
El BCE inaugura el programa de compra de bonos corporativos (CBPP) habiendo producido ya algunos efectos esperados. El pasado 8 de junio el BCE daba comienzo a su programa de compra de bonos corporativos, que incluye bonos corporativos emitidos en euros y con calificación de inversión. El impacto desde el pistoletazo de salida es difícil de medir por haber coincidido en el tiempo con el comienzo de las tensiones por el referéndum británico. Pero, en realidad, sus efectos ya empezaron a notarse desde su anuncio el pasado mes de marzo. Desde entonces, la TIR media del índice Investment Grade European Corporate Bond (publicado por Bloomberg) ha descendido más de 35 p. b. y el volumen de emisiones mantiene una tendencia al alza. A pesar de la caída de las *yields* corporativas, el *spread* frente a la deuda pública alemana se ha mantenido relativamente plano por el notable descenso de la rentabilidad del *bund*. Por otro lado, aunque la deuda calificada como especulativa (*high yield*) no entra en el ámbito del pro-

EE. UU.: probabilidad asociada a una subida del tipo de interés oficial *



Nota: * Obtenida a partir de los futuros sobre el *fed funds*.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsa eurozona: sector bancario

Índice (100 = enero 2016)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

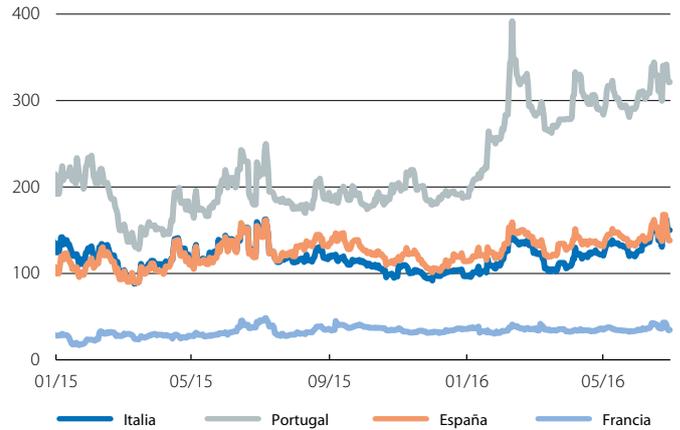
grama de compras del BCE, también se ha beneficiado de dicho programa indirectamente –a través de una recomposición de las carteras de inversión– y ha seguido la misma dinámica de descenso que los bonos con grado de inversión.

La renta variable internacional sufre la incertidumbre provocada por el *brexit* y salda el mes en negativo. Los activos de riesgo británicos parecerían, *a priori*, los más vulnerables a la tensa operativa en las jornadas previas a la votación sobre el *brexit* (registró una caída del 5% en 3 días), pero de hecho fue el índice europeo el que más cedió ante la presión de esas sesiones (Eurostoxx: -6,3%). El mismo mensaje se obtiene de la volatilidad implícita de los índices europeos, que exhibió un repunte máximo en el mes de cerca de 70% (V2X Index para Europa y VFTSE Index para el Reino Unido), mientras que la de la bolsa estadounidense lo hacía en un 49% (VIX Index). En el cómputo global del mes, y con el repunte de los últimos días tras aminorar las dudas por el *brexit*, los principales índices estadounidenses terminaron en plano (S&P 500: +0,25%) mientras los europeos perdieron un 6%. Con ello, el acumulado del año pasa a dibujar un panorama con descensos que van desde el 2% en el Nasdaq hasta el 5% en el Stoxx 600 Europe o el 19,5% en el Nikkei. Esta evolución ha rebajado aún más las valoraciones relativas de la bolsa europea frente a la americana: la ratio CAPE (PER ajustado por el ciclo, por sus siglas en inglés) se sitúa por encima de 16 en Europa y de 25 en EE. UU., y la ratio del precio de mercado sobre valor contable (*Price to Book*) en Europa es 1,38 frente a 2,80 en EE. UU.

Los mercados emergentes y las materias primas capean el temporal en medio de perspectivas de inestabilidad. En este contexto de pérdidas en la cuenta total de 2016, cabe destacar la excepción de los mercados emergentes, que se apuntaron ganancias por encima del 6,5% (MSCI Emerging Markets Index) en el mes de junio, a pesar de que también cayeron con fuerza en los últimos días del mes. Su avance se explica por las mejoras en el marco macroeconómico que se venían observando a principios de mes. A la ausencia de noticias negativas de China hay que añadir el apoyo que las materias primas vienen prestando a la tendencia positiva. El precio del petróleo suma un incremento del 33% en 2016 y, de manera similar, el cobre y el mineral de hierro repuntaron a final de mes para acumular un 2% y un 23% de subida en 2016, respectivamente. Además, el PMI adelantado del G3 para junio (EE. UU., la eurozona y Japón) mostraba signos de mejora. En cualquier caso, a medio plazo, se mantienen los focos de atención en el sector bancario chino (principalmente por los problemas de calidad de activos debido al alto nivel de endeudamiento) y en el aumento de los impagos en su mercado de deuda corporativa, la mitad de los cuales proceden de empresas estatales. A corto plazo, la evolución de los activos de países emergentes estará condicionada por los efectos del *brexit* sobre la aversión al riesgo y sobre las perspectivas o dudas sobre el crecimiento global. La volatilidad será muy probablemente protagonista en los mercados hasta que no disminuya la incertidumbre.

Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años

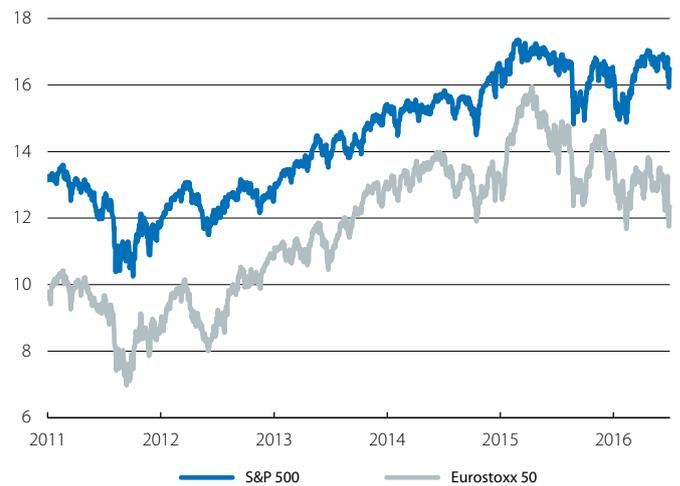
(p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsas desarrolladas: ratios precio/beneficios (PER)

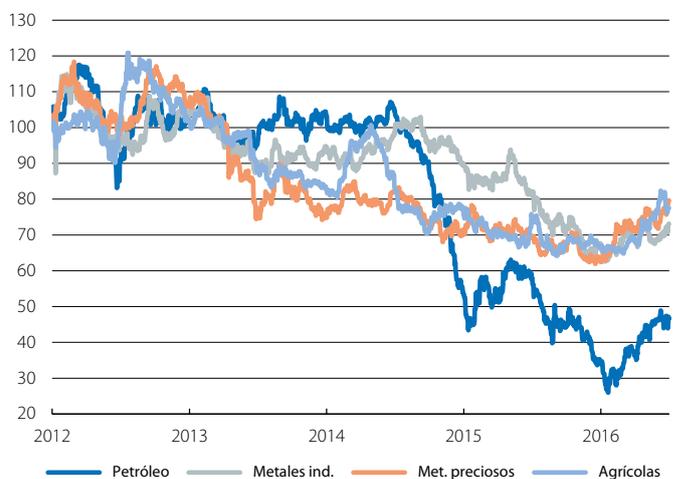
(Ratio)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de las materias primas

Índice (100 = enero 2012)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.