

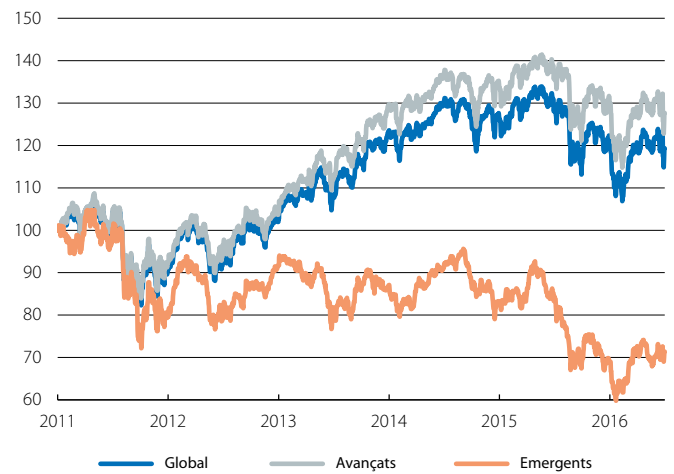
CONJUNTURA · El brexit sacseja els mercats i provoca la recerca de refugi

El referèndum sobre el brexit va truncar l'evolució dels mercats en un mes en què duia un bon rumb. Els primers compassos del juny van donar continuïtat al rally del mes anterior. A mesura que els dubtes sobre l'entorn global van perdre força, la renovada apetència pel risc va propiciar una certa recuperació als mercats. No obstant això, aquesta tendència es va truncar cap a la meitat del mes per la tensió creixent generada pel referèndum sobre el brexit. Quatre dels principals bancs entrals (la Fed, el Banc del Japó, el Banc d'Anglaterra i el Banc Nacional Suís) van mantenir la política monetària sense canvis davant la situació del mercat. Finalment, l'opció de sortir de la UE va guanyar la votació per un marge estret, la qual cosa va provocar una forta depreciació de la lliura esterlina i una fugida generalitzada als mercats globals, des dels actius de risc als actius més segurs. La majoria de borses van tancar el mes en negatiu, i l'MSCI World va recular l'1,1%. L'Eurostoxx va patir més i va caure el 5,8% al juny. Els mercats emergents, però, es van comportar millor i van apuntar pujades del 4,1%. La renda fixa corporativa global també es va revalorar l'1,8% en la categoria d'inversió i el 0,6% en la d'especulació. D'altra banda, el preu del cru va perllongar la tendència alcista i es va situar el 33% per damunt del començament de l'any. En aquest context d'inestabilitat i d'incertesa, s'ha reforçat l'expectativa que les polítiques laxes de la Fed i del BCE s'allarguin encara més en el temps.

El sí al brexit va sorprendre els inversors i va provocar un «divendres negre», que ha deixat un rastre d'incertesa. Des de mitjan mes, els mercats van patir els efectes de la incertesa generada pel referèndum. Les borses europees van viure diverses jornades de caigudes al voltant del 2%, seguides de pujades de més del 3% en funció dels sondejos que s'anaven publicant. La lliura esterlina, que va arribar a acumular una depreciació del 3,2% enfront de l'euro des del començament del mes, va repuntar en els dies previs a la votació (amb una volatilitat implícita en nivells de la crisi del 2008). Però el divendres 24 de juny, després de la votació, la lliura va caure el 8% enfront del dòlar i el 7,5% enfront de l'euro. Els mercats internacionals també van patir un fort revés, especialment intencs a les places europees (FTSE: -4,2%, Eurostoxx 50: -8,9%, DAX: -7,1%, MIB Itàlia: -10,9%, Ibex 35: -12,5%) i, en particular, al sector bancari europeu, que es va enfonsar el 18%. Una de les conseqüències previsible d'aquest entorn inestable ha estat la recerca d'actius segurs, que, afegida a les decisions dels bancs centrals, va empènyer la rendibilitat del deute alemany a mínims històrics. La TIR del bo del Govern alemany a 10 anys va entrar en territori negatiu per primera vegada en la seva història cap a la meitat del mes i, després del referèndum, va baixar 20 p. b., fins al -0,11%. Això va propiciar l'increment de les primes de risc perifèriques, que, al final del mes, es van situar al voltant dels

Borses internacionals per geografia

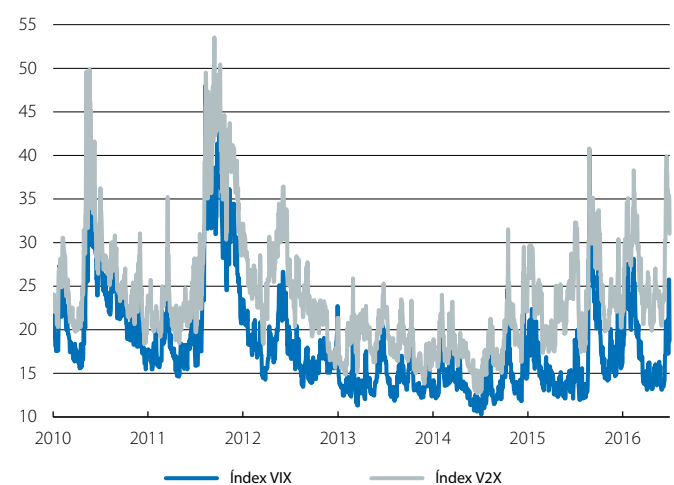
Índex (100 = gener 2011)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

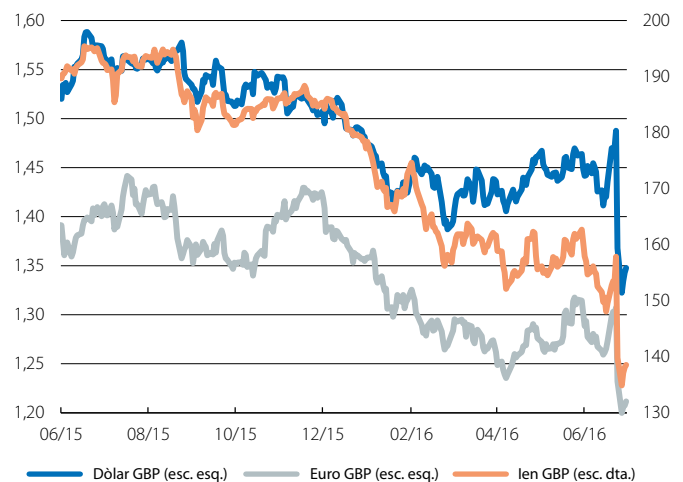
Volatilitat implícita de la borsa dels EUA

(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Tipus de canvi de la lliura esterlina enfront de l'euro, del dòlar i del ien



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

130 p. b. i dels 140 p. b. a Espanya i a Itàlia, respectivament, i es van apropar als 310 p. b. a Portugal. Els tipus del mercat monetari també van registrar descensos. Per la seva banda, l'or va pujar el 8,8% i acumula ja un ascens del 25% des de l'inici de l'any. En les properes setmanes, és previsible que es mantingui una volatilitat elevada i una aversió alta al risc als mercats financers, mentre esperen que es defineixin pautes clares sobre la futura relació entre el Regne Unit i la UE.

En aquest context de turbulències, és probable que la Fed ajorni uns mesos la següent pujada de tipus. En la reunió del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) del 15 de juny, la Fed va decidir mantenir el tipus oficial en el 0,25%-0,50%, tal com estava previst. En els dies previs a la reunió, i atesa la volatilitat de mercat, els contractes de futurs sobre els tipus d'interès ja havien eliminat qualsevol expectativa d'una pujada de tipus al juny. La nota del FOMC va constatar que, malgrat la intensificació de l'activitat econòmica, alguns indicadors econòmics no han estat concloents a favor d'una pujada de tipus. Les previsions publicades per la Fed després de la reunió anticipaven que el *fed funds rate* acabaria el 2016 en el 0,75%-1,0%, la qual cosa implicaria dues pujades d'un quart de punt cadascuna aquest any. Després del *bretxit*, però, els contractes de futurs assignen el 12,5% de probabilitat a una pujada al març del 2017. En qualsevol cas, la Fed va rebaixar les previsions de tipus per al 2017 i el 2018 (de l'1,9% a l'1,6% i del 3,0% al 2,4%, respectivament), així com el nivell a llarg termini (del 3,3% al 3,0%). De les previsions macroeconòmiques, cal destacar, també, la lleugera revisió a la baixa del creixement tendencial del PIB, que se situa en el 2% d'ara endavant. Inicialment, els rendiments del deute públic nord-americà van baixar lleugerament, tant en venciments curts com llargs, i van acabar el mes en el 0,6% i en l'1,47%, respectivament, arrossegats, també, per la votació britànica, amb una caiguda de 25 p. b. i de 30 p. b. el 24 de juny.

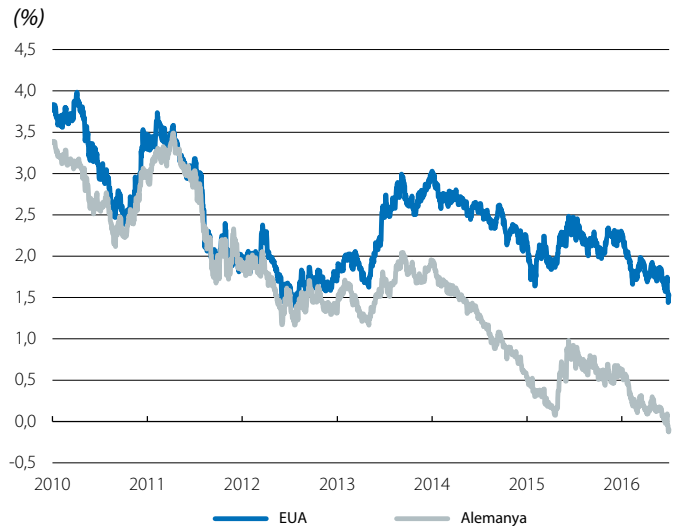
El BCE inaugura el programa de compra de bons corporatius (CBPP), que ja ha produït alguns efectes esperats. El 8 de juny, el BCE va iniciar el programa de compra de bons corporatius, que inclou bons corporatius emesos en euros i amb qualificació d'inversió. L'impacte des del tret de sortida és difícil de mesurar, ja que ha coincidit en el temps amb el començament de les tensions pel referèndum britànic. En realitat, però, els seus efectes ja es van començar a notar des de l'anunci del mes de març. De llavors ençà, la TIR mitjana de l'índex Investment Grade European Corporate Bond (publicat per Bloomberg) ha baixat més de 35 p. b. i el volum d'emissions manté una tendència a l'alça. Malgrat la caiguda de les *yields* corporatives, l'*spread* enfront del deute públic alemany s'ha mantingut relativament pla pel notable descens de la rendibilitat del *bund*. D'altra banda, malgrat que el deute qualificat d'especulatiu (*high yield*) no entra en l'àmbit del programa de compres del BCE, també s'ha beneficiat indirectament d'aquest programa –mitjançant una recomposició de les carteres d'inversió– i ha seguit la mateixa dinàmica de descens que els bons amb grau d'inversió.

EUA: probabilitat associada a una pujada del tipus d'interès oficial *



Nota: * Obtinguda a partir dels futurs sobre el fed funds.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Rendibilitats del deute públic a 10 anys



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Borsa de la zona de l'euro: sector bancari
Índex (100 = gener 2016)



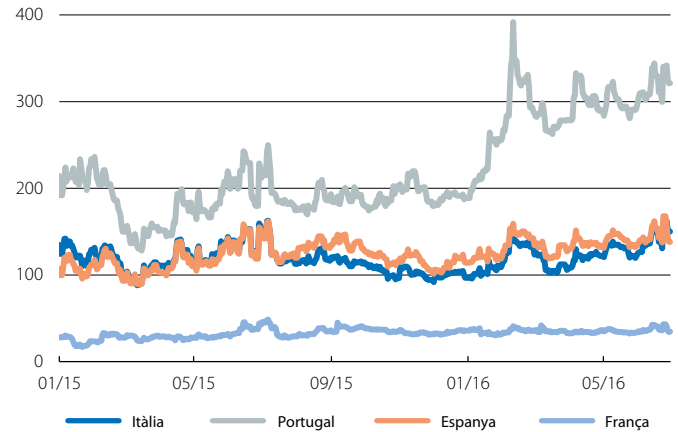
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

La renda variable internacional pateix la incertesa provocada pel *brexit* i salda el mes en negatiu. *A priori*, semblava que els actius de risc britànics haurien d'haver estat els més vulnerables a la tensa operativa de les jornades prèvies a la votació sobre el *brexit* (va registrar una caiguda del 5% en 3 dies), però, de fet, va ser l'índex europeu el que va cedir més davant la pressió d'aquestes sessions (Eurostoxx: -6,3%). El mateix missatge s'obté de la volatilitat implícita dels índexs europeus, que va exhibir un repunt màxim en el mes proper al 70% (V2X Index per a Europa i VFTSE Index per al Regne Unit), mentre que la borsa nord-americana ho va fer el 49% (VIX Index). En el còmput global del mes, i amb el repunt dels últims dies, després d'afluïxar els dubtes pel *brexit*, els principals índexs nord-americans van acabar en pla (S&P 500: +0,25%) i els europeus van perdre el 6%. Així i tot, l'acumulat de l'any passa a dibuixar un panorama amb descensos que van del 2% del Nasdaq al 5% de l'Stoxx 600 Europe o al 19,5% del Nikkei. Aquesta evolució ha rebaixat encara més les valoracions relatives de la borsa europea enfront de la nord-americana: la ràtio CAPE (PER ajustat pel cicle, per les sigles en anglès) se situa per damunt de 16 a Europa i de 25 als EUA, i la ràtio del preu de mercat sobre valor comptable (*Price to Book*) és 1,38 a Europa i 2,80 als EUA.

Els mercats emergents i les primeres matèries capegen el temporal enmig de perspectives d'instabilitat. En aquest context de pèrdues en el compte total del 2016, cal destacar l'excepció dels mercats emergents, que van apuntar guanys per damunt del 6,5% (MSCI Emerging Markets Index) al juny, malgrat que també van caure amb força en els últims dies del mes. El seu avanç s'explica per les millores en el marc macroeconòmic observades al començament del mes. A l'absència de notícies negatives de la Xina, cal afegir el suport que les primeres matèries donen a la tendència positiva. El preu del petroli suma un increment del 33% el 2016, i, de manera similar, el coure i el mineral de ferro van repuntar al final del mes i van acumular el 2% i el 23% de pujada el 2016, respectivament. A més a més, el PMI avançat del G3 per al juny (EUA, zona de l'euro i Japó) mostrava signes de millora. En qualsevol cas, a mitjà termini, es mantenen els focus d'atenció al sector bancari xinès (principalment, pels problemes de qualitat dels actius a causa de l'alt nivell d'endeutament) i en l'augment dels impagaments al mercat de deute corporatiu, la meitat dels quals procedeixen d'empreses estatals. A curt termini, l'evolució dels actius dels països emergents estarà condicionada pels efectes del *brexit* sobre l'aversion al risc i sobre les perspectives o els dubtes sobre el creixement global. És molt probable que la volatilitat sigui protagonista als mercats fins que no disminueixi la incertesa.

Zona de l'euro: primes de risc del deute públic a 10 anys

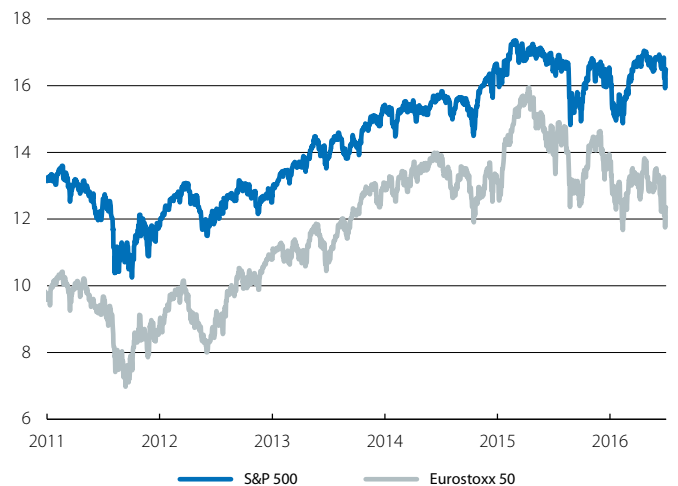
(p. b.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Borses desenvolupades: ràtios preu/beneficis (PER)

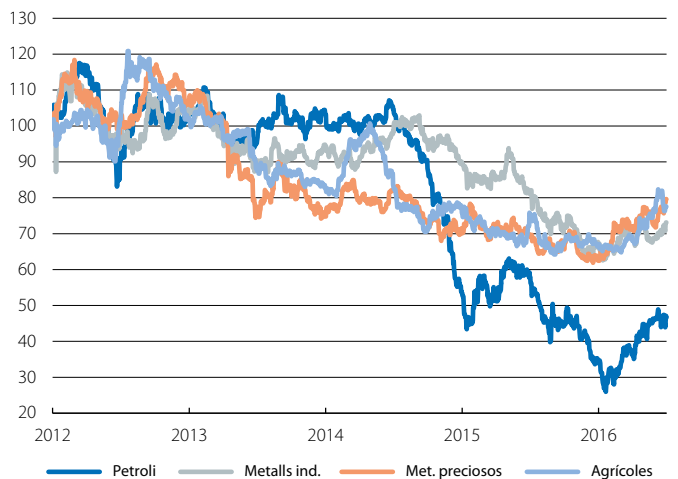
(Ràtio)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Evolució de les primeres matèries

Índex (100 = gener 2012)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.