

## Balance 2015 y Perspectivas 2016

El año 2015 nos ha dejado un sabor agri dulce. Los fundamentales de las compañías, en muchos casos, no han funcionado como esperábamos porque el mercado ha estado a merced de los bancos centrales y de las materias primas, ya que han generado mucha incertidumbre, trasladándose al mercado en forma de fuerte volatilidad.

Con esta base, y para que 2016 sea un año en positivo, creemos que nos tenemos que enfrentar y solucionar cuatro retos:

- 1) la estabilidad política de España;
- 2) el estado embrionario de recuperación en Europa;
- 3) el abandono de las políticas de QE en EE.UU; y
- 4) la recuperación de las materias primas.

### 1. Balance 2015

Es cierto que el EuroStoxx ha subido un 4%, el S&P 500 ha bajado un 1% y el IBEX ha bajado otro 7%. Pero, también es cierto que se han dado dos períodos completamente distintos en el año: el primero, muy positivo, hasta abril; y el segundo, negativo, después de este mes.

Tabla 1. Principales indicadores y comportamiento en 2015

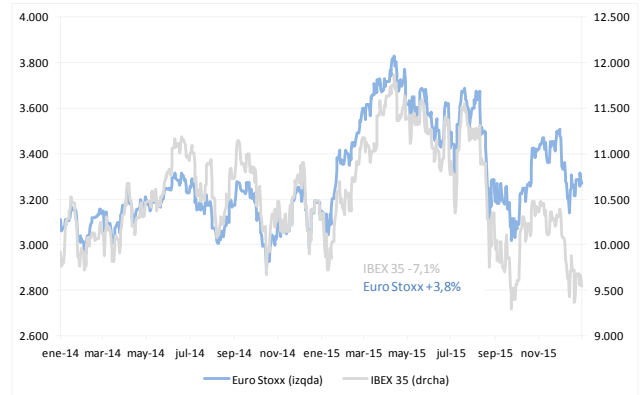
	1 de enero 2015	31 de diciembre 2015	Cambio %
IBEX 35	10.280	9.544	-7,2%
EuroStoxx 50	3.146	3.268	3,8%
S&P 500	2058,9	2043,94	-0,7%
EUR/USD	1,2103	1,0856	11,5%
Bono Alemán	0,538	0,628	16,7%

Fuente: Bloomberg

Hasta abril, estábamos en un escenario positivo, tanto para la renta variable, como para la renta fija. Además, la divisa americana se apreciaba, con un impacto positivo en las carteras (ver gráficos 1-4).

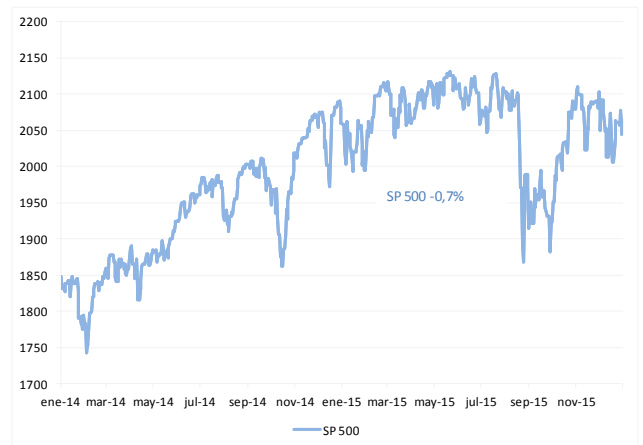
De esta manera, el EuroStoxx subía un 21% (15% el IBEX), el S&P un 3%, el bono alemán pasaba de una rentabilidad del 0,5% al 0,08% y la divisa americana se apreciaba un 12%

Gráfico 1. El EuroStoxx se ha comportado mejor que el IBEX en 2015



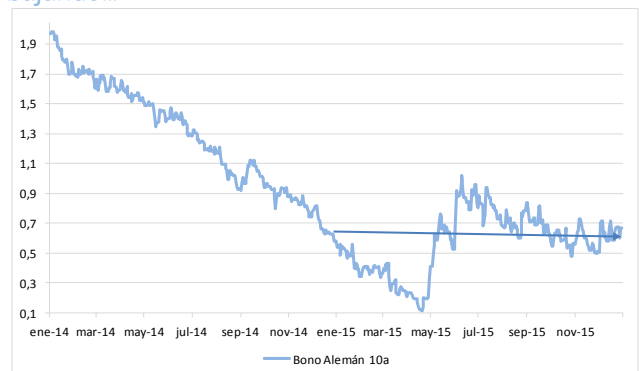
Fuente: Bloomberg

Gráfico 2. El S&P 500 se ha quedado casi plano con 2014



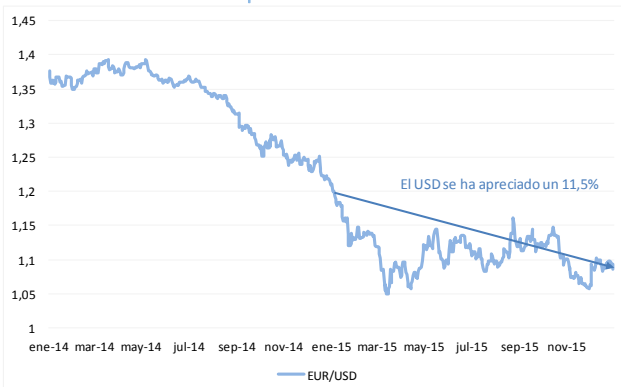
Fuente: Bloomberg

Gráfico 3. La rentabilidad del bono a 10 años bajando...



Fuente: Bloomberg

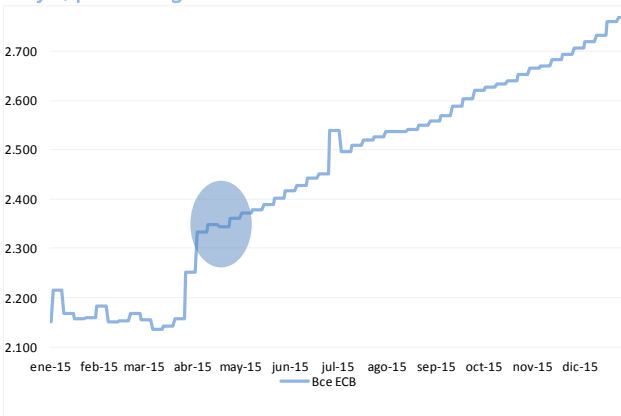
Gráfico 4. Y el dólar apreciándose...



Fuente: Bloomberg

Precisamente en abril-mayo, y coincidiendo con un pequeño inciso del BCE en la recompra de los bonos, todos los mercados empezaron a debilitarse al unísono. Todo esto, a pesar de que el BCE continuó apoyando a la renta fija europea los meses posteriores (ver gráfico 5).

Gráfico 5. El balance del BCE dejó de crecer en abril-mayo, para luego continuar la senda alcista

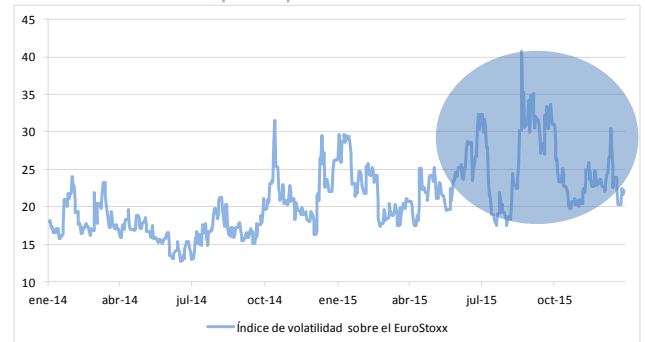


Fuente: Bloomberg con datos del BCE

La puntilla a esta inestabilidad la dio China, cuando, en agosto, depreció su divisa. Ninguna clase de activo se pudo salvar. Desde entonces, y si bien el mercado ha recuperado algo desde agosto, éste ha estado a expensas de las declaraciones de los bancos centrales, y de la evolución de las divisas y materias primas.

Por tanto, podemos decir que, en general, los mercados han sufrido muchísima volatilidad (ver gráfico 6). Estos niveles de volatilidad, no se veían desde finales de 2009 o mediados de 2011.

Gráfico 6. La volatilidad en el EuroStoxx fue elevándose hasta principios de octubre



Fuente: Bloomberg

Ahora bien, dentro del mercado europeo, debemos hacer distinción entre España y el resto de Europa. España ha estado negativamente afectada por las elecciones. Todo ello, a pesar de que el cuadro macro es mucho más positivo que el de Europa.

## Actuaciones de Value Tree en 2015

Desde Value Tree, y desde el inicio de 2015, apostábamos por un impacto positivo en renta fija derivado de la política del BCE. Además, y en esta línea, dimos más peso a activos con exposición a USD. Esta estrategia funcionó muy bien la primera parte del año.

Ahora bien, cuando los mercados pasaron a estar a merced de las declaraciones de los Bancos Centrales, de la divisa y de las materias primas, esta estrategia dejó de funcionar. Nuestra actuación se dirigió, entonces, a buscar compañías de calidad, pero castigadas por la volatilidad de mercado. Además, redujimos nuestro nivel de inversión hasta el 70%, de media. Finalmente, utilizamos instrumentos de cobertura (Futuros sobre el EuroStoxx y sobre el S&P) cuando lo creímos necesario.

## 2. Perspectivas 2016

De esta manera encaramos 2016. Con las elecciones en España recién celebradas, España creciendo más que sus socios (¿por cuánto tiempo?) y con el impacto de las políticas del BCE aún sin determinar. Además, debemos tener en cuenta, de cara a este año, las subidas de tipos en EE.UU. y su efecto sobre



la economía americana, y el impacto que las materias primas puedan tener sobre el sentimiento inversor.

### Incertidumbre en España...

Puede que se piense que las elecciones españolas no son un referente para el mercado en Europa. Si las elecciones municipales fueron un foco de atención para la prensa internacional, ¿cómo no van a ser unas elecciones generales? En fin, a Europa le preocupa una España ingobernable.

No somos analistas políticos, por tanto, no vamos a valorar los resultados de las elecciones en clave política. Sí somos analistas de mercados y acciones. De esta manera, podemos tener una opinión más o menos fundada de qué pactos políticos puede que sean los mejores para los mercados.

Es cierto, y basándonos en qué ha pasado en anteriores elecciones, que, normalmente, antes y después de las elecciones, la prima de riesgo de España se eleva. Ello, es negativo para el mercado de bonos y para las compañías endeudadas. Pero también es cierto que esa prima de riesgo baja una vez se ha formado un gobierno estable (ver gráfico 7).

**Gráfico 7. La prima de riesgo española se eleva con el resultado de las elecciones**



Fuente: Bloomberg

### Europa tiene que buscar su camino hacia el crecimiento

Otro de los frentes al que nos vamos a enfrentar en 2016, es la evolución de la macroeconomía europea. Es decir, el desglose de los datos de inflación y PIB en Europa van a marcar la evolución de los mercados y de la divisa.

Aquí, es donde el BCE puede marcar la diferencia. Por tanto, que el Sr. Draghi piense mucho lo que va a hacer, lo que va a decir y, sobre todo, cómo lo dice y cómo lo hace, ya que los mercados estarán muy atentos a sus palabras.

Empezando desde el punto de vista macro, parece que las economías de la Eurozona van a tener una recuperación más evidente en este 2016 de lo ha sido en 2015, con Alemania mejorando sensiblemente, y Francia e Italia experimentando crecimientos más palpables (ver gráfico 8)

**Gráfico 8. La economía europea crecerá impulsada por Alemania y España**

Rank		2014	2015	2016	2017	2018	2019	Average 2015-19
1	Ireland	5.2	5.8	4.3	3.8	3.4	3.3	4.1
2	Latvia	2.4	2.2	3.3	4.2	4.8	4.5	3.8
3	Slovakia	2.5	3.3	3.1	3.2	3.1	3.3	3.2
4	Estonia	2.9	1.6	2.8	3.5	4.0	4.0	3.2
5	Lithuania	3.0	1.6	3.2	3.4	3.5	3.5	3.0
6	Luxembourg	4.1	3.6	3.1	2.7	2.9	2.7	3.0
7	Slovenia	2.8	2.6	2.5	2.8	3.3	3.1	2.9
8	Malta	3.6	4.0	3.0	2.5	2.0	1.8	2.7
9	Spain	1.4	3.1	2.9	2.5	2.3	2.1	2.6
10	Netherlands	1.0	1.9	2.1	2.4	1.8	1.8	2.0
11	Cyprus	-2.3	0.5	1.4	2.1	2.4	2.5	1.8
12	Eurozone	0.9	1.5	1.8	1.8	1.6	1.5	1.6
13	Germany	1.6	1.5	2.2	2.0	1.4	1.0	1.6
14	France	0.2	1.2	1.5	1.7	1.7	1.6	1.5
15	Belgium	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5
16	Austria	0.5	0.8	1.1	1.8	1.8	1.8	1.5
17	Portugal	0.9	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3
18	Italy	-0.4	0.7	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
19	Finland	-0.4	-0.2	0.6	1.4	1.6	1.8	1.0
20	Greece	0.7	0.2	-2.4	-1.7	0.9	2.0	-0.2

Fuente: EY "Eurozone Forecast December 2015"

Refiriéndonos a la inflación, ésta va a estar bien controlada por debajo del 2-3%. Por tanto, pensamos que la política del BCE, en cuanto a la recompra de activos, deberá seguir, al menos hasta finales de 2016 (ver gráfico 9).

**Gráfico 9. La inflación en la Eurozona no se acercará al 2% hasta 2019e (estimado)**

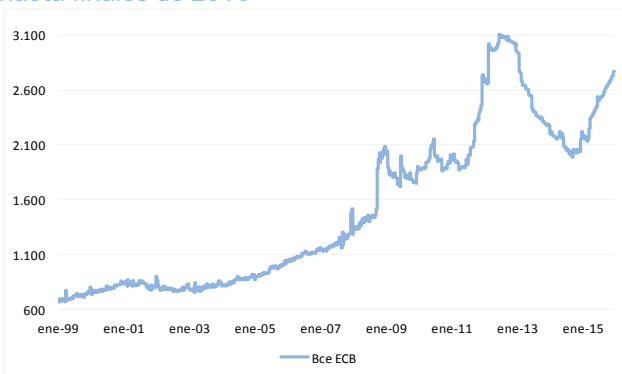
Rank		2014	2015	2016	2017	2018	2019	Average 2015-19
1	Greece	-1.4	-1.4	-0.4	1.1	1.8	1.9	0.6
2	Cyprus	-0.3	-1.0	0.9	1.3	1.6	1.8	0.9
3	Spain	-0.2	-0.5	1.0	1.2	1.5	1.5	0.9
4	Italy	0.2	0.2	0.7	1.1	1.4	1.7	1.0
5	Finland	1.2	-0.1	0.9	1.3	1.5	1.6	1.1
6	Portugal	-0.2	0.6	0.9	1.2	1.4	1.7	1.1
7	Eurozone	0.4	0.1	1.1	1.5	1.5	1.6	1.1
8	Netherlands	0.3	0.5	1.2	1.3	1.4	1.7	1.2
9	France	0.6	0.2	1.4	1.6	1.5	1.6	1.2
10	Germany	0.8	0.2	1.4	2.0	1.6	1.5	1.4
11	Belgium	0.5	0.6	1.5	1.7	1.6	1.7	1.4
12	Slovenia	0.2	-0.6	0.9	1.9	2.5	2.5	1.4
13	Lithuania	0.1	-0.6	1.6	2.2	2.1	2.1	1.5
14	Slovakia	-0.1	-0.2	1.1	2.2	2.2	2.3	1.5
15	Luxembourg	0.7	0.2	1.8	2.0	1.9	1.9	1.6
16	Austria	1.5	0.9	1.7	1.9	1.8	1.8	1.6
17	Ireland	0.3	0.2	1.7	2.2	2.3	2.0	1.7
18	Latvia	0.6	0.4	1.8	2.4	2.4	2.4	1.9
19	Estonia	0.5	0.1	1.9	2.5	2.5	2.5	1.9
20	Malta	0.8	1.1	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0

Fuente: EY "Eurozone Forecast December 2015"

Por tanto, si consideramos que va a haber algo más de crecimiento, pero sin grandes alegrías, y si consideramos que la inflación sigue presionada a la baja y lejos de los niveles máximos del 3%, parece claro que el BCE deberá seguir comprando activos.

En este sentido, el BCE está todavía lejos de su objetivo de expandir su balance hasta €3-3,5trl (ver gráfico 10).

### Gráfico 10. El BCE podría seguir recomprando deuda hasta finales de 2016



Fuente: Bloomberg con datos del BCE

Por tanto, si el objetivo del BCE es el arriba descrito, debería estar comprando una media de €30-70bn, cada mes, en activos de renta fija.

Este hecho, supondría que el BCE estaría poniendo presión a la moneda única, haciendo que se deprecie, y facilitando el crédito.

Desde este punto de vista, y si estos patrones se cumplen, deberíamos estar invertidos en:

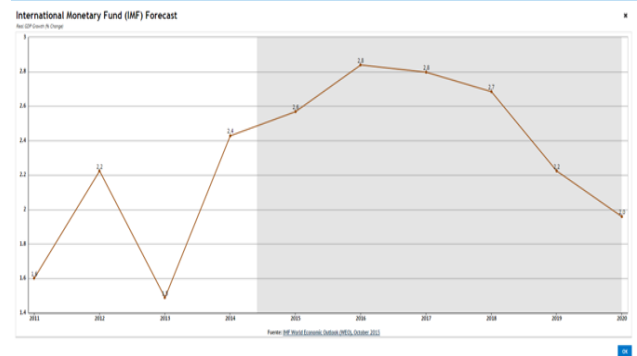
- ✓ Compañías con exposición a ciclo, sobre todo consumo, y con exposición a Europa
- ✓ Compañías exportadoras con gran base de costes denominados en euros
- ✓ Compañías endeudadas, con vistas a poder refinanciar emisiones a costes más bajos
- ✓ Renta fija con plazos de vencimiento más bien largos
- ✓ Emisiones de deuda con plazos más o menos largos denominadas en dólares

### La FED abandona las políticas de expansión monetaria

Yéndonos al otro lado del Atlántico, las previsibles subidas de tipos de la FED marcarán la evolución del mercado de renta variable, de renta fija y, por ende, de divisa.

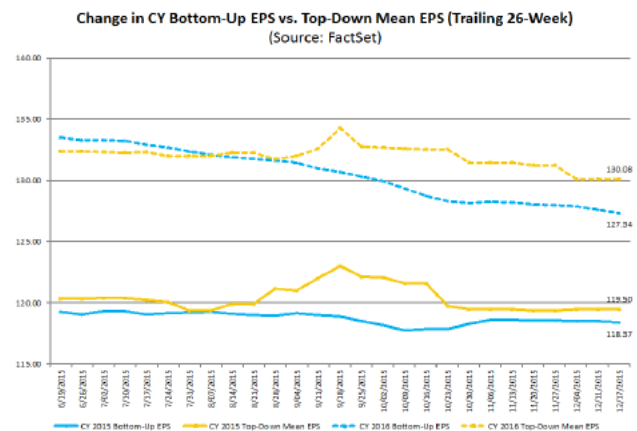
En este sentido, la macro deberá acompañar los resultados empresariales. Por ahora, mientras que las previsiones de PIB siguen fuertes (cercanas al 3% en 2016), los resultados empresariales no destacan por una fortaleza inusual (ver gráficos 11 y 12)

### Gráfico 11. Todo apunta a que el PIB americano crecerá en 2016-19e



Fuente: FMI

### Gráfico 12: Pero las estimaciones de beneficios para 2016e han ido bajando



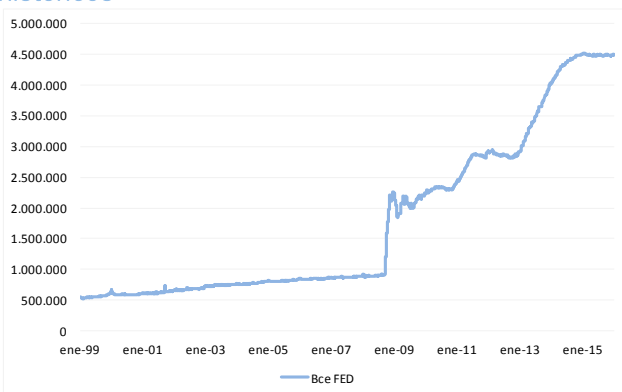
Fuente: FactSet

De esta manera, y si las previsiones del FMI son ciertas, pensamos que el riesgo que corren las estimaciones de beneficios son al alza.

Ello, debería ser secundado con una mejora de la inflación. Mejora que debería ser controlada por alzas muy graduales de tipos. Esto, aunque no siendo positivo para la deuda, pensamos que el mercado lo tiene bastante asumido.

Este es el fin de una etapa marcada por las políticas de expansión monetaria (QE) (ver gráfico 13). De esta manera, el dólar debería apreciarse frente al euro.

**Gráfico 13: El balance de la FED está ya en máximos históricos**



Fuente: Bloomberg con datos de la FED

Así, y desde un punto de vista lógico, y si se van cumpliendo los patrones mencionados sobre la macro y la divisa americana, deberíamos estar invertidos en:

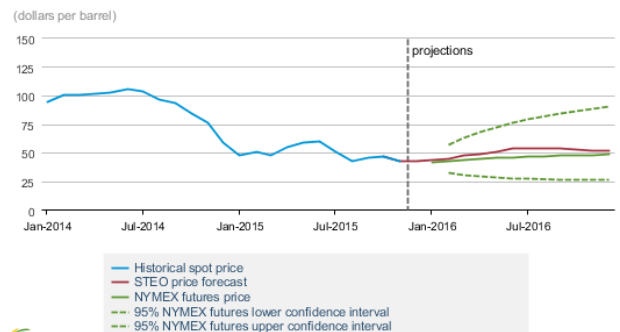
- ✓ Compañías americanas con fuerte exposición a demanda interna
- ✓ Compañías poco endeudadas y balances fuertes
- ✓ Activos de renta fija con plazos moderadamente largos denominados en dólares (si hay obligación de invertir en Rf americana).
- ✓ Activos de economías ligadas a ciclo americano, denominados en dólares (México)

**Las materias primas pueden seguir siendo un foco de incertidumbre en 2016**

Por último, la evolución del precio de las materias primas, sobre todo del petróleo, influirá en el sentimiento de los inversores. Debemos, pues, estar atentos a las fluctuaciones en el precio del Brent, ya que puede marcar la evolución del resto de materias

primas y de otros activos (ver gráfico 14).

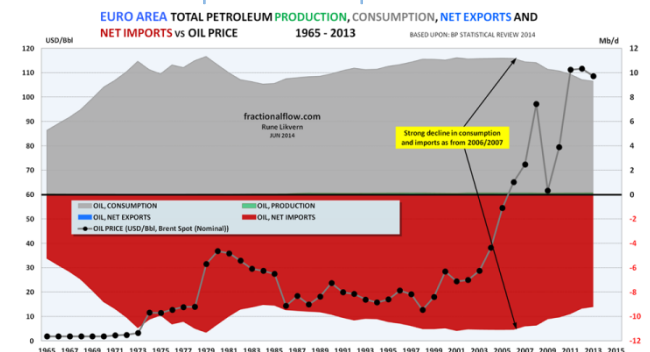
**Gráfico 14: El precio del Brent puede haber tocado fondo**



Fuente: Short Term Energy Outlook December 2015

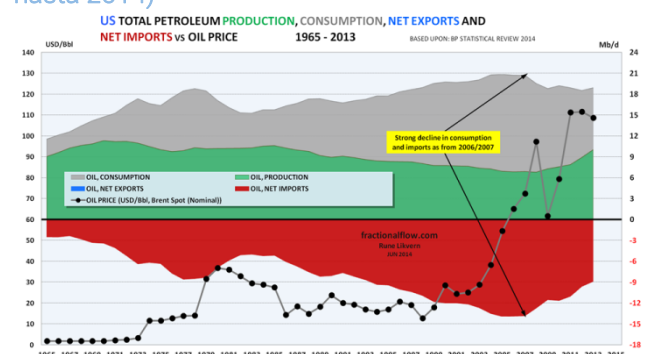
Intuitivamente, un menor precio del Brent, tendría que influir positivamente en una economía netamente importadora del mismo (normalmente economías desarrolladas). Esto es cierto (ver gráficos 15 y 16).

**Gráfico 15: Europa es neta importadora de crudo**



Fuente: Fractionalflow

**Gráfico 16: Como también lo es EE.UU. (al menos hasta 2014)**



Fuente: Fractionalflow

Pero, sin embargo, se da una turbia relación entre el precio del Brent y la salud de las economías exportadoras, normalmente subdesarrolladas o emergentes, que puede conllevar a un desequilibrio en sus economías.

Normalmente, si el precio del Brent está bajo, es porque hay una demanda débil o un exceso de oferta. Si, como es el caso actualmente, la demanda sigue en positivo, pero es menor que en anteriores ciclos, y la oferta no se ajusta, el precio del Brent baja. Al bajar, los países exportadores de este oro negro quieren suplir precio con cantidad, exportando más crudo y dañando más el equilibrio.

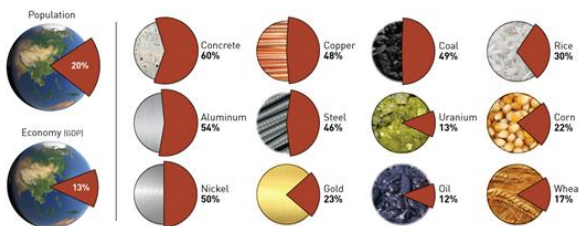
De esta manera, los países exportadores de Brent ven reducida su entrada de divisas (USD). Al ver reducida la entrada de divisas, se genera una menor demanda de activos producidos por los países importadores de Brent (los países desarrollados).

Así, estos países desarrollados deben confiar en la demanda interna para poder seguir creciendo, ya que la demanda externa cae o se merma.

Esta situación provoca, además, que los stocks de otras materias primas suban como consecuencia del menor poder adquisitivo de los emergentes.

Claro está, todo esto se agrava, aún más, si el principal consumidor de materias primas del mundo, China, reduce su demanda de forma drástica (ver gráfico 17).

**Gráfico 17: China es el consumidor de materias primas en el mundo**



Fuente: VisualCapitalist

De esta manera, y sabiendo que China está cambiando su modelo económico, pensamos que la

demanda sobre materias primas y, por tanto, su precio, continuará presionado a la baja.

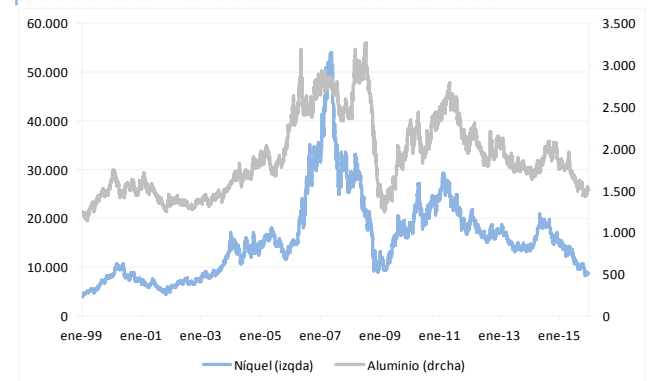
Consecuentemente, pensamos que el Brent podría seguir en niveles actuales o, siendo positivos, muy ligeramente superiores durante 2016. Este escenario, evidentemente, cambiaría si algunos de los países productores redujeran su producción o hubiera una recuperación económica sustancial en Europa y otros emergentes como Brasil.

Hay una cuestión muy relevante que creemos que hay que comentar. China también ha contribuido, de forma sustancial, con sus masivas producciones de baja calidad y ayudas estatales (además de su menor demanda), al desplome en el precio de las materias primas.

Pero, claro, el precio de éstas ha bajado tanto que ni siquiera a China le compensa seguir produciendo esas materias primas. Esto es porque, ni siquiera con costes subvencionados, muchos de los productores chinos están por encima de *Break-Even*.

Ejemplos claros de esto son el Níquel y el Aluminio (por lo que nos afecta en Acerinox y Norsk Hydro) (ver gráfico 18).

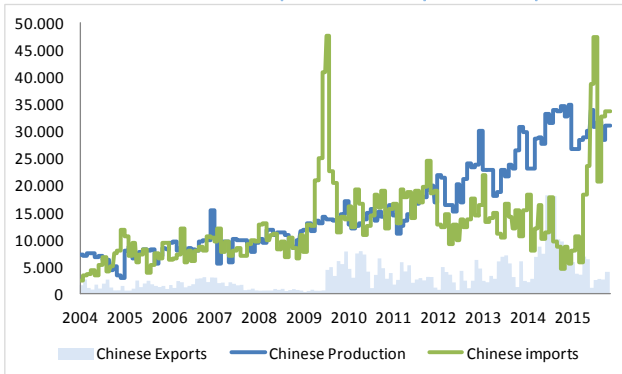
**Gráfico 18: Evolución del Níquel y del Aluminio: los precios están cerca de mínimos históricos**



Fuente: Bloomberg

En cuanto al Níquel (Acerinox), China ha venido en el último mes importando Níquel y dejando de producir el denominado Níquel Pig-Iron (de baja calidad). Esto hace que la situación de algunos productores chinos de esta materia prima sea insostenible (ver gráfico 19).

Gráfico 19: China ha empezado a importar Níquel



Fuente: Bloomberg con datos de LME

Además, hay rumores de que el 40% de los productores chinos de acero inoxidable (utiliza Níquel en su producción) podrían cerrar ya que su situación es insostenible.

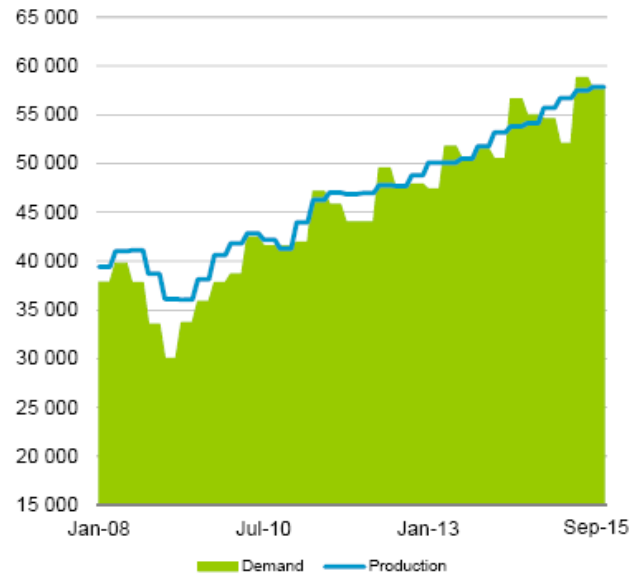
Lógicamente, la esperada menor producción de Níquel y unas mayores importaciones de éste por China, pueden provocar una subida en el precio de esta materia prima. Esto provocaría un incremento en el denominado *recargo de aleación* que los productores aplican al precio base del acero inoxidable, haciendo subir el precio final.

Esto último, provocaría una mayor demanda por parte de los almacenistas.

Además, una caída en la producción china de acero inoxidable provocaría, igualmente, una subida del precio base. Estos dos impactos juntos (recargo de aleación y precio base), harán que el precio final del acero inoxidable suba, beneficiando a los productores como Acerinox.

En cuanto al Aluminio (Norsk Hydro), la demanda de esta materia prima empataba con la producción en septiembre. Además, los incrementos de capacidad (1-2% en 2016-17e), siguen por debajo de la demanda anual sobre el metal (4%) (ver gráfico 20).

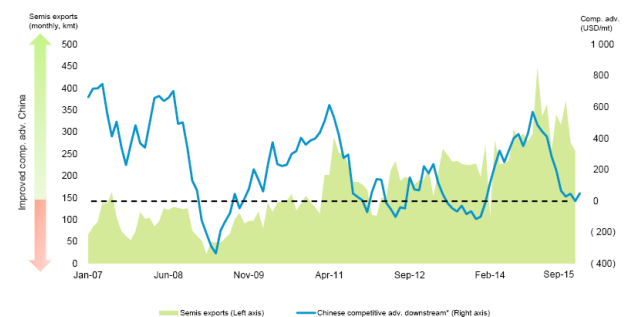
Gráfico 20: La oferta y demanda de aluminio está igualada en estos momentos



Fuente: Norsk Hydro

Pero, además, se estima que un 70-80% de los productores chinos de este metal están quemando caja de forma masiva, no siendo eficientes y estando en claro peligro de cierre. Esta situación, creemos, queda reflejada en la caída de las exportaciones chinas de Aluminio. Como vemos en el gráfico 21, además, las ventajas competitivas de estos productores han desaparecido por completo.

Gráfico 21. Las exportaciones Chinas se reducen y los productores chinos no tienen ventajas competitivas claras sobre otros productores



Fuente: Norsk Hydro

Por todo lo mencionado arriba, esperamos que el precio del Aluminio recupere terreno en 2016e, beneficiando a los principales productores como Norsk Hydro.

### 3. Conclusiones y Estrategia 2016

Pensamos que 2016 puede ser un año muy positivo para los mercados, si se cumplen las expectativas de crecimiento en Europa, EE.UU. y de materias primas. Tendría lógica pensar esto mismo.

De todas formas, los problemas con los que nos hemos ido encontrando en 2015 no quedan, en absoluto, resueltos.

En renta variable, debemos ser escrupulosos en nuestra gestión, como siempre lo hemos intentado. Ello nos llevaría a elegir compañías de calidad, posiblemente con fundamentales deprimidos (Acerinox o Norsk Hydro), pero con claro apalancamiento a una recuperación de las materias primas.

Además, favoreceremos las compañías con perfiles más cíclicos, pero sin olvidar la fortaleza de balance (Merlín, Axiare, Covestro, Apple). O compañías muy expuestas a consumo interno en EE.UU. (Michael Kors y, en cierta medida, Proctel & Gamble).

En cuanto a renta fija, deberíamos evitar economías emergentes con emisiones de deuda en dólares (Colombia). Pero sí deberíamos fijarnos en economías con buena salud y buenas perspectivas como México y en divisa local.

Estando a su entera disposición para cualquier información complementaria, aprovechamos la ocasión para desearle un Próspero Año Nuevo.

El equipo de gestión y análisis de Value Tree A.V.