



Artícle Genèric

---

[Mercats financers](#)  
[Anàlisi de conjuntura](#)

# El binomi Xina-petroli sacseja l'escena financera internacional

Contingut disponible en  
Anglès Espanyol

---

Arrencada d'any turbulenta als mercats financers internacionals. Els actius amb risc globals han començat el 2016 en les mateixes coordenades amb què va finalitzar el 2015: volatilitat elevada i descensos importants de les cotitzacions. La severitat de la correcció va sorprendre els inversors i els analistes, la qual cosa va revifar alguns moments de desagradable record, com els originats després de l'esclat de la crisi financera el 2008. Com ja va succeir durant la segona meitat del 2015, els factors de fons d'aquesta dinàmica són dos. En primer lloc, els dubtes sobre l'economia xinesa, reforçats per les devaluacions del iuan iniciades pel banc central xinès. En segon lloc, l'enfonsament del preu del petroli, que es va intensificar al gener i va situar el barril Brent en 27 dòlars, el nivell més baix en 12 anys. El notable augment de la correlació del cru amb el preu dels actius de risc en

els últims mesos posa de manifest la fase risk-off en què es troben immersos els actius financers globals. Malgrat que la durada d'aquesta fase és incerta, el més probable és que tendeixi a perdre intensitat en els pròxims mesos, gràcies al major protagonisme dels fonaments dels diferents mercats d'actius.

La magnitud i la durada del sell-off suggereixen que els inversors internacionals consideren una major probabilitat de desacceleració del creixement global. No obstant això, pensem que hi ha hagut una sobreacció i que els temors a una desacceleració intensa del creixement mundial són excessius. En aquest sentit, la contribució de les palanques de fons hauria de continuar sent, en conjunt, positiva: creixement satisfactori als EUA, recuperació sostinguda a la zona de l'euro i al Japó, condicions monetàries globals laxes i desacceleració econòmica a la Xina sota control. No obstant això, les condicions actuals són poc propícies perquè es doni un clima més constructiu als mercats a curt termini. En primer lloc, a causa de factors d'abast global, com el pols feble de les primeres matèries, en general, i del petroli, en particular, i el «soroll» procedent de la Xina. En segon lloc, a causa de l'empitjorament de les perspectives de beneficis empresarials als EUA.

La incertesa procedent de la Xina es mantindrà com un factor de risc important, però intermitent. Seran particularment rellevants les eventuais intervencions del banc central xinès al mercat de divises, sobretot després dels episodis d'aversion global propiciats per les devaluacions del iuan. La probabilitat que es produeixin noves devaluacions en relació amb el dòlar és elevada, però no contemplem que siguin significatives. Un procés de devaluació agressiu del iuan tindria repercussions negatives per a la Xina en dos fronts. D'una banda, qüestionaria la internacionalització del iuan com a divisa de reserva i, de l'altra, contribuiria a intensificar la sortida de capitals. Pel que fa a la situació econòmica del gegant asiàtic, la dinàmica de fons continua sent de feblesa, a causa de la transició cap a un model de creixement més equilibrat. Per bé que és cert que el balanç de riscos roman esbiaixat a la baixa, continuem pensant que l'Executiu xinès disposa de prou capacitat per acomodar les polítiques monetària i fiscal. Per tant, l'inversor haurà de conviure, durant una bona part del 2016, amb aquestes coordenades, que comportaran episodis de volatilitat moderada.

Mentrestant, la Reserva Federal (Fed) manté el rumb de l'estratègia monetària. En

la primera reunió després d'apujar el tipus d'interès oficial al desembre, la Fed va mantenir sense canvis la taxa de referència. La presidenta de l'autoritat monetària, Janet Yellen, va recalcar la conveniència de continuar avançant de forma gradual en aquest procés. No obstant això, el comunicat oficial va mostrar un to més caut del que s'esperava. La Fed va assenyalar que «continuarà vigilant els esdeveniments econòmics i financers globals» i va indicar que aquests dos factors poden incidir en el balanç de riscos del quadre macroeconòmic del país. Pel que fa a l'activitat econòmica, va reconèixer que es va desaccelerar en l'últim tram del 2015, però va constatar la fortalesa del mercat laboral. En matèria de preus, va fer referència al descens de les expectatives d'inflació del mercat de bons, però va subratllar que les expectatives basades en les enquestes es mantenen estables.

Ateses les actuals circumstàncies d'aversió i de dubtes dels mercats internacionals, el ferm compromís de la Fed per dur a terme l'enduriment de tipus és crucial. Una demora excessiva de les noves pujades del tipus oficial podria ser contraproductiva si la comunitat inversora percep que la Fed no té el control necessari per implementar la seva estratègia. Les expectatives del mercat situen la segona pujada del fed funds cap a la meitat de l'any, tot i que les probabilitats es desplacen cap a l'últim trimestre del 2016.

Per la seva banda, el BCE obre la porta a l'adopció de més estímuls al març. El consens esperava que la reunió del Consell de Govern del BCE fos de tràmit. No obstant això, Mario Draghi va sorprendre pel to acomodaticí dels seus missatges. El mandatari europeu es va mostrar disposat a «revisar» els paràmetres de la política monetària del BCE en la propera reunió del març. Addicionalment, Draghi va sostenir que les polítiques del banc central per complir l'objectiu d'inflació (~2%) «no tenen límits», sempre que es mantinguin dins el mandat de la institució. L'afebliment de les economies emergents, la caiguda dels preus del petroli i la inestabilitat financera van ser els principals justificants del to dovish del president del BCE. No obstant això, és important subratllar que l'adopció de més estímuls monetaris es podria no materialitzar al març, la qual cosa desembocaria en un sentiment de decepció del mercat. El que va succeir després de la reunió del desembre és un precedent allisonador. Creiem que el BCE només actuarà (nova retallada del tipus depo, extensió del QE) en cas d'un deteriorament significatiu

del quadre macro o d'una intensificació de les turbulències financeres.

El clima d'aversion al risc afavoreix el comportament del deute públic més segur. Les rendibilitats dels bons sobirans als EUA i a Alemanya han flexionat a la baixa a causa de la intensificació dels fluxos a la recerca de refugi. En el primer cas, la TIR del treasury a 10 anys ha baixat 30 p. b. des del final de desembre i s'ha situat per sota del 2%. Per la seva banda, el rendiment del bund alemany ha reulat fins a la zona del 0,4%. A Espanya, la prima de risc a 10 anys ha mostrat una evolució més volàtil (entre els 120-130 p. b.), a causa de la incertesa política, mentre que, a Portugal, els compromisos en matèria fiscal del Govern entrant i les dificultats per canalitzar la venda de Novo Banc han incrementat la prima de risc fins als 250 p. b.

Les borses internacionals es veuen sacsejades en un inici d'any funest. Les caigudes han estat importants (de l'ordre del 7%-12%) a gairebé totes les places borsàries, tant del bloc avançat com de l'emergent. Als EUA, en la pitjor arrencada d'any des del 2009, l'índex S&P 500 ha reulat el 6%. El col·lapse dels preus del cru continua sent un veritable llast per als sectors energètic i miner. A més d'aquest últim factor, les pèrdues a les borses europees han estat intensificades pel tarannà negatiu dels sectors automobilístic i bancari. En aquest últim cas, l'epicentre s'ha situat a Itàlia, pels dubtes sobre el procés de sanejament dels balanços dels bancs. Així i tot, interpretem aquest episodi com un focus d'incertesa puntual, que podria remetre quan el Govern italià presenti els detalls del pla per facilitar aquest procés de sanejament.

Als EUA, la campanya de resultats empresarials del 4T 2015 ofereix algunes sorpreses positives, principalment en els àmbits tecnològic i financer.

Lamentablement, és poc probable que aquesta circumstància aconseguixi capgirar les revisions a la baixa de les expectatives dels beneficis corporatius. Tampoc les condicions actuals d'elevada sobreventa, malgrat que poden generar eventuais rebots de durada breu. No obstant això, la reactivació de la tendència alcista es produirà a mesura que augmenti la certesa sobre els dos principals eixos de volatilitat del mercat (petroli i la Xina). Les ràtios de valoració, que es troben, en alguns casos, per sota dels nivells mitjans a llarg termini, són un factor de suport. Particularment, a les borses emergents.

El canvi euro-dòlar es manté estable, i les divises emergents continuen sense poder estabilitzar-se. L'evolució de l'euro enfront del dòlar ha ofert fluctuacions d'escassa envergadura. Les fluxes dades d'activitat als EUA van mantenir l'euro en l'interval dels 1,08-1,10 dòlars. No modifiquem la nostra visió a mitjà termini sobre el canvi euro-dòlar, que preveiem que se situï al voltant dels 1,05 dòlars. A l'apartat emergent, les principals divises es van continuar afeblint, a causa del binomi Xina-petroli. Aquest és el cas de la moneda russa, que, amb un canvi de 78 rubles per dòlar, ha assolit un nou mínim històric enfront de la divisa nord-americana. El peso argentí també s'ha vist sotmès a fortes pressions, per bé que, en aquest cas, això obeeix a la decisió del nou Govern de flexibilitzar el règim de tipus de canvi i de posar fi als controls de capitals.

