

CONJUNTURA · Claror al final del túnel?

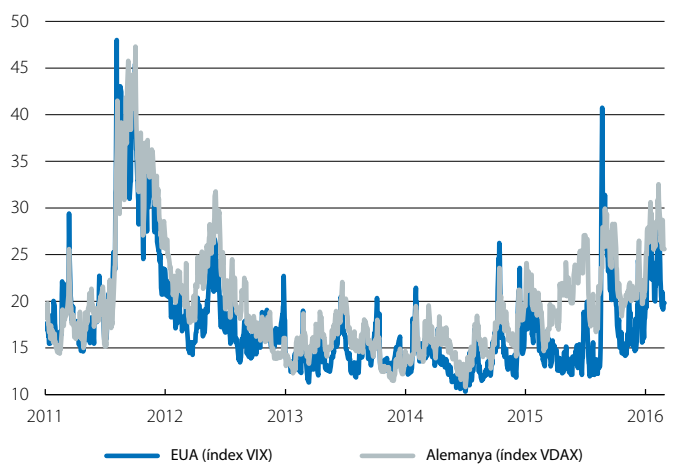
Millora el sentiment a les borses internacionals després de la prolongació del sell-off de l'inici de l'any. El sentiment de mercat va tornar a empitjorar al començament de febrer amb noves caigudes del preu del petroli i amb la continuació de les sortides de capital de la Xina. A mesura que avançava el mes, alguns indicadors de desacceleració econòmica als EUA i els possibles efectes d'una política monetària encara més laxa sobre els bancs de la zona de l'euro van acaparar l'atenció dels inversors. No obstant això, els mercats van aconseguir iniciar un canvi de tendència després de l'acord de l'OPEP per congelar la producció de cru i de l'anunci de diverses mesures per part de les autoritats monetàries xineses. Al seu torn, els últims indicadors macro i les actes dels bancs centrals van contribuir a frenar l'excessiu càstig borsari. En qualsevol cas, la notable volatilitat continuarà present fins que no es resolguin els dubtes en aquests quatre fronts: les perspectives de creixement de la Xina, el preu del petroli, l'economia nord-americana i el sector financer europeu.

Es redueix l'impacte als mercats de l'alentiment de la Xina. La incertesa que genera la transició del gegant asiàtic cap a una economia amb més pes del sector serveis, unida a les devaluacions del iuan, va donar continuïtat a les sortides de capitals al febrer. No obstant això, les declaracions del governador del banc central de la Xina, en què argumentava que les pressions sobre el renminbi no obeïen a raons de fonament i que la sortida de capitals serà temporal, van contribuir a calmar els inversors. El banc central va anunciar, també, noves injeccions de liquiditat per estimular l'economia i una reducció de les restriccions a la inversió estrangera als mercats nacionals de renda fixa i variable per contrarestar les pressions sobre la moneda xinesa.

El petroli es recupera dels nivells mínims i s'uneix a altres primeres matèries, la qual cosa dona suport al rebot a les borses. La persistència d'uns preus baixos del petroli ha acabat passant una costosa factura econòmica i fiscal als països productors i exportadors. L'Aràbia Saudita manifestava, poc abans d'anunciar una reunió de l'OPEP, que els seus comptes públics se'n ressentien de forma considerable. L'acord per congelar la producció de cru va fer repuntar el preu del barril Brent el 13% en la segona meitat del mes. Tot i que les declaracions recents del ministre iranià d'Energia van tornar a generar un cert pessimisme entre els inversors, la possibilitat de l'acord i l'ajust de l'oferta a conseqüència de la frenada de les inversions al sector col·loquen les bases per esperar pujades més sostingudes. Altres primeres matèries de rellevància, com el coure, el mineral de ferro i el zinc, van contribuir, també, al to constructiu de les borses durant la segona meitat del mes.

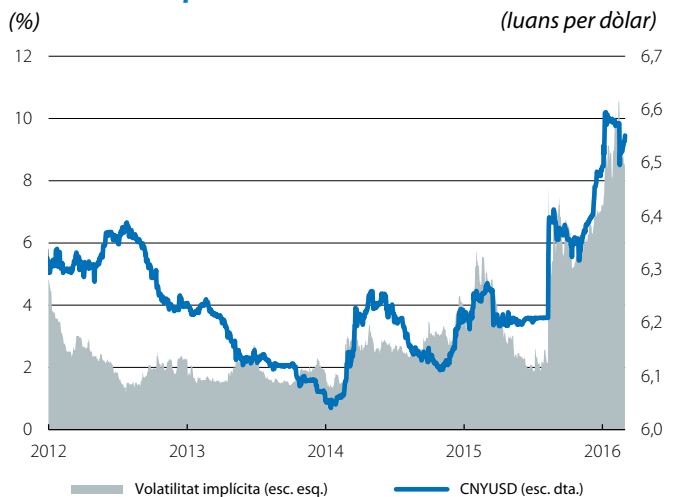
Augmenta la percepció de risc de desacceleració a l'economia nord-americana, que perd inèrcia alhora que cauen els

Volatilitat implícita de la borsa dels EUA i d'Alemanya (%)



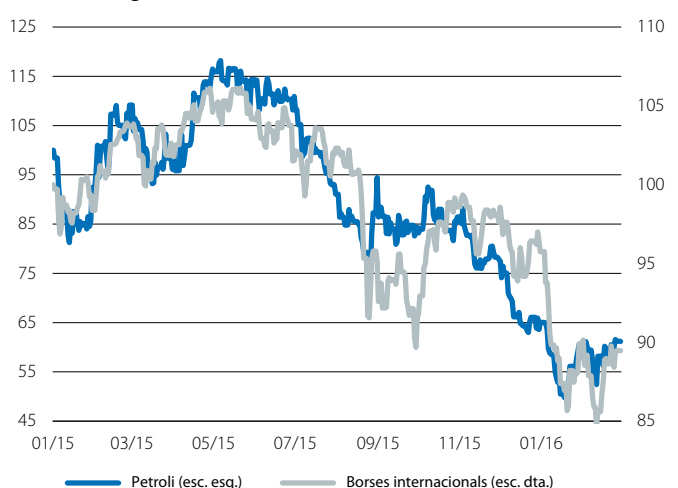
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Cotització del iuan enfront del dòlar i volatilitat implícita



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

Borsa mundial i preu del petroli Brent Índex (100 = gener 2015)



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

beneficis empresarials. L'última campanya de resultats va acabar de crispar els nervis després de caure el 7% el benefici per acció (BPA). El sector energètic ha estat, una vegada més, el principal causant d'aquesta tendència, que guanya solidesa després de diversos trimestres de resultats amb la mateixa tònica. Però, un cop exclòs aquest sector, tampoc no s'observa creixement en el BPA, i les vendes van caure el 4%. En qualsevol cas, els principals analistes han revisat a la baixa les perspectives de beneficis per al 2016. Aquesta evolució s'uneix a diversos indicadors que han afectat negativament el sentiment inversor: la producció industrial ha caigut en 10 dels 12 últims mesos, les primes de risc corporatives van en augment, les condicions de préstec majorista són lleugerament més estrictes i la corba de tipus és la més plana des del 2007, però amb els tipus prop de zero. En conjunt, la probabilitat de recessió ha augmentat, tot i que continua sent reduïda, i sembla que els fonaments de l'economia nord-americana (en especial, el mercat laboral i el de l'habitatge) resisteixen bé els xocs externs.

La banca europea suporta un càstig excessiu. Els índexs Eurostoxx Banks i Stoxx 600 Banks han perdut el 22% des de l'inici de l'any, el doble que els índexs de mercat Eurostoxx 50 i Stoxx 600. Els beneficis de dos terços de les entitats bancàries de la zona de l'euro van sorprendre a la baixa, la qual cosa ha tornat a situar la rendibilitat del sector en el punt de mira dels inversors en un entorn de tipus d'interès molt baixos i de corbes inusualment planes. Al febrer, el focus d'atenció es va situar, també, sobre els cocos (bons contingents convertibles a capital), a causa del risc de no poder cobrar els cupons sobre aquests bons en una situació ajustada de solvència o de les pèrdues que implicaria un escenari en què la conversió a capital s'hagués de fer efectiva. Aquests dubtes contrasten amb els indicadors macroeconòmics de la zona de l'euro, raonablement sòlids. De fet, els resultats empresarials van presentar un creixement del 3% en el BPA i del 4% en ingressos (un cop exclòs, en els dos casos, el sector energètic).

La Reserva Federal (Fed) es torna a replegar davant l'incert entorn global. Les actes de la reunió del gener de la Fed, d'acord amb els comentaris recents d'alguns membres del consell, subratllen la continuació de la millora del mercat laboral i la dinàmica general positiva del conjunt de l'economia. Es va adoptar, però, un to de vigilància en esmentar els riscos a la baixa provinents d'uns indicadors financers una mica més restrictius (per l'augment dels *spreads* del deute corporatiu i per uns tipus d'interès més alts en els préstecs a majoristes) i l'afebliment de les perspectives de creixement global. Ara com ara, la Fed no considera aquests riscos prou greus per modificar la previsió del creixement dels EUA a mitjà termini. No obstant això, per al mercat, són raons suficients per preveure, com a màxim, una pujada del tipus d'interès oficial enguany.

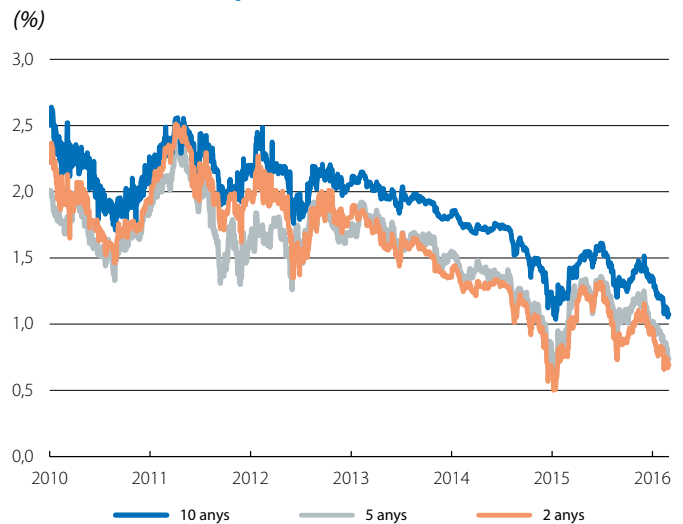
Per la seva banda, el BCE alimenta l'expectativa de noves mesures al març. Els mateixos riscos globals que amenacen la normalització monetària als EUA (incertesa sobre el creixement global, pressió a la baixa sobre la inflació per l'evolució del

EUA: expectatives d'inflació a 10 anys *



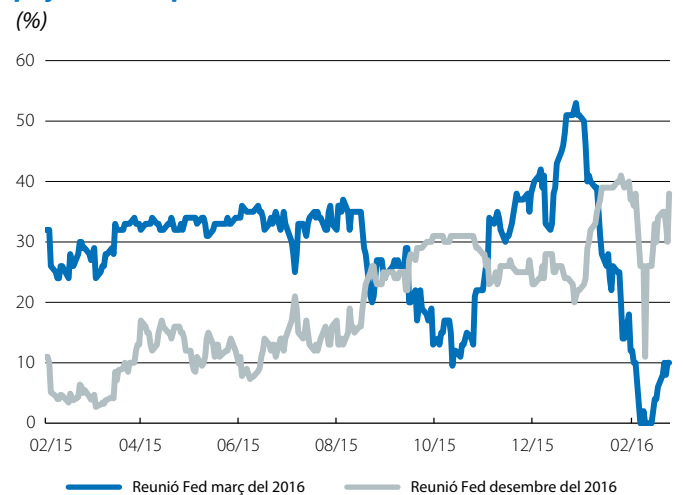
*Nota: * Implicita en la cotització del bo sobirà nord-americà indexat a la inflació.*
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Zona de l'euro: expectatives d'inflació



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

EUA: probabilitat associada a la segona pujada del tipus d'interès oficial



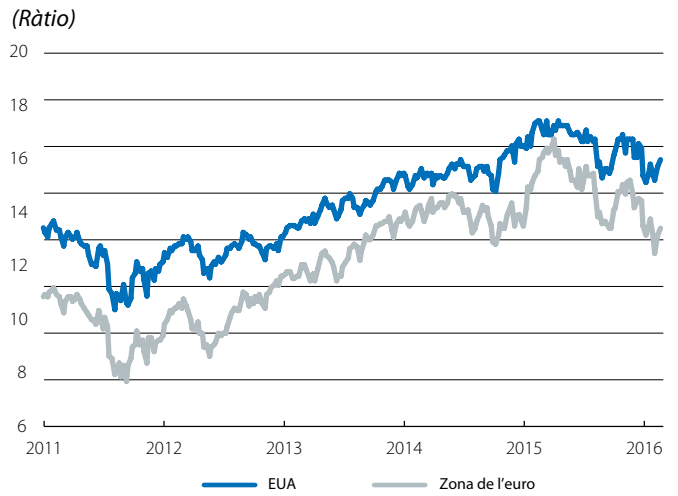
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

petroli i fragilitat de l'entorn financer) també han empès el BCE a suggerir noves accions de política acomodaticia al març. El consell de govern del BCE ha volgut transmetre que està disposat a continuar actuant amb tots els recursos, però els mercats es mantenen escèptics sobre l'efectivitat de la política monetària. Els inversors ponderen el risc que als bancs centrals no els quedi gaire marge de maniobra si es materialitzen xocs adversos i que s'esgoti l'espectre d'actius elegibles per implementar les mesures (vegeu el Focus «El BCE pot ampliar fàcilment el programa de compra de deute públic?», en aquest mateix *Informe Mensual*). Actualment, es descompta una retallada addicional de 10 p. b. en la facilitat de dipòsit al març, així com una ampliació del programa de compres d'actius.

Les borses emergents aguanten l'investida, mentre predomina la recerca d'actius segurs. L'índex MSCI Emerging Markets ha reculat el 6% des de l'inici de l'any, un comportament similar al de l'S&P 500. La depreciació del dòlar en relació amb una sèrie de divises emergents els ha ajudat a tramejar el temporal, però es manté el risc pel seu creixent deute corporatiu, intensificat per l'enduriment recent de les condicions creditícies i per l'augment dels préstecs fallits. En aquest context d'incertesa i de volatilitat, l'or consolida de nou el seu paper d'actiu refugi després de revalorar-se més del 16% el 2016. Un comportament similar presenten els bons sobirans nord-americà i alemany, la TIR a 10 anys dels quals ha baixat al febrer 20 p. b. i 23 p. b. més, fins a situar-se en l'1,74% i en el 0,12%, respectivament. La renda variable nord-americana i europea ha experimentat certs fluxos de sortida, sobretot per part d'inversors minoristes. No obstant això, molts dels fons d'inversió estratègics s'han posicionat a l'espera d'un rebot amb un augment de l'exposició a la renda variable.

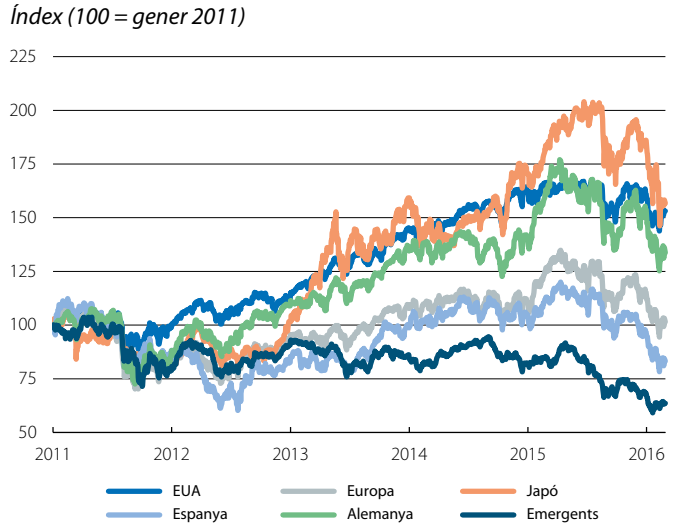
Els riscos a la baixa per als mercats continuen sent moderats. Tot i que l'eix petroli-Xina es mantindrà com el principal motor dels mercats a curt termini, continuarem observant pel retrovisor la possibilitat de desacceleració als EUA, l'efectivitat de la política monetària i el referèndum sobre la possible sortida del Regne Unit de la Unió Europea (*brexit*). Els sectors associats al cru han continuat llstant les borses, i el risc de crèdit al sector energètic ha augmentat de forma notable arran de les primeres fallides de petites empreses als EUA. No obstant això, ara com ara, no és probable que aquest risc es torni sistèmic. Goldman Sachs xifra les exposicions dels bancs a préstecs relacionats amb el sector energètic en el 2,5% dels actius, mentre que l'exposició a les hipoteques el 2007 era del 33% (vegeu l'article «Estabilitat financera i petroli barat: benedicció o maledicció?», en el Dossier d'aquest mateix *Informe Mensual*). En l'àmbit de les divises, l'actual debat sobre el brexit va depreciar la lliura esterlina al voltant del 6% en relació amb el dòlar i amb l'euro.

Borses internacionals: ràtios preu/beneficis (PER) *



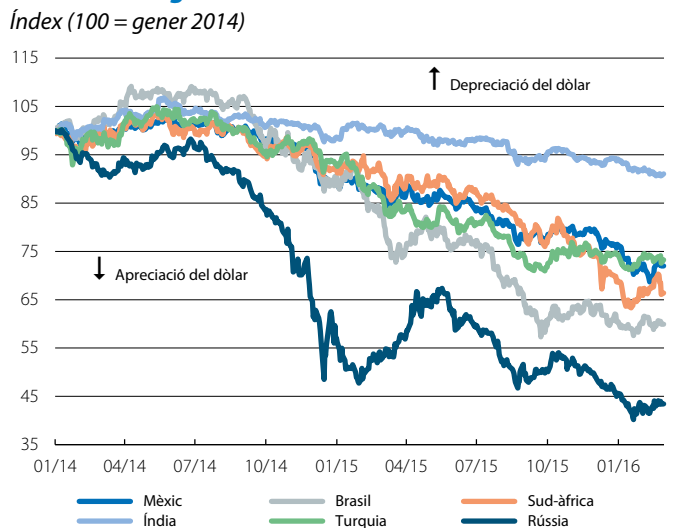
Nota: * Ràtios PER calculades a partir dels beneficis esperats pel consens d'analistes a 12 mesos vista. **Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Principals borses internacionals



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

Divises emergents enfront del dòlar



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