

## 2016: retos y oportunidades en un entorno financiero global exigente

La divergencia de la política monetaria de EE. UU., por un lado, y de la eurozona y de Japón, por el otro, será, sin lugar a dudas, un factor trascendental de la evolución de los mercados financieros en 2016. Cobrará particular relevancia la velocidad del ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales en EE. UU., que prevemos que será lenta. Un segundo elemento de gran influencia durante el próximo año procederá del comportamiento de la economía china. El principal foco de atención sobre esta cuestión se situará en la capacidad de gestión, por parte del Ejecutivo chino, del proceso de desaceleración y transición en el que se encuentra inmersa su economía. Dadas estas coordenadas, las perspectivas de cara al próximo año para los activos financieros en el mundo avanzado (bolsas y bonos) son razonablemente positivas. La aceleración del crecimiento mundial, que prevemos que se situará en el 3,6% en 2016, y unas condiciones globales de liquidez que seguirán siendo abundantes serán unas palancas de apoyo importantes. Con todo, las elevadas valoraciones de muchos activos financieros sugieren que las tasas de retorno esperadas para los próximos 12 meses se sitúan significativamente por debajo de las registradas en el último lustro, tanto para los activos con riesgo como, en especial, para la renta fija soberana.

La dinámica favorable del precio de los activos financieros, al calor de unas condiciones monetarias muy laxas, ha sido una constante a lo largo de estos últimos años. En 2016, esta pauta probablemente se verá atemperada por la creciente atención de los inversores a los fundamentos macroeconómicos (crecimiento e inflación) como *drivers* de los precios de los activos financieros. En este sentido, adquirirán mayor peso las consideraciones en torno a la capacidad de generación de beneficios del sector corporativo. Resulta conveniente, por tanto, identificar dónde se sitúan las valoraciones de los activos financieros internacionales.

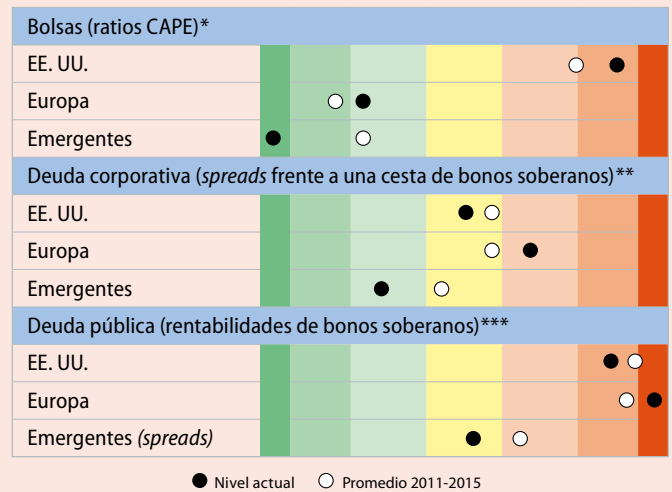
Un primer diagnóstico permite esbozar tres conclusiones. La primera es que las valoraciones de las bolsas y de la renta fija privada del bloque avanzado permanecen en la franja superior de las respectivas series históricas, especialmente en EE. UU. Este punto contribuye a limitar las tasas de retorno esperadas de ambas clases de activos para los próximos trimestres. En la eurozona, las perspectivas para las bolsas y los bonos corporativos son más halagüeñas, a consecuencia de unas ratios de valoración menos hinchadas que en EE. UU. y de la temprana fase del ciclo económico de la región. La depreciación del euro, que esperamos que prosiga en 2016, aunque de forma mucho más contenida que en 2015, el mantenimiento de unos precios energéticos bajos y la continuidad de unas condiciones de financiación muy favorables, gracias a la prolongación del programa de compras de bonos del BCE, deberían ser los principales sustentos que apuntalen la recuperación de los beneficios en la eurozona.

La segunda conclusión hace referencia a las también elevadas cotizaciones (y a las consiguientes bajas tasas de rentabilidad esperada) reinantes en todo el espectro de activos de deuda pública de los países avanzados. Valoraciones que, en efecto, se han visto distorsionadas por los sucesivos programas de compra de bonos soberanos (QE) que los principales bancos centrales del globo han adoptado a lo largo de estos años. En EE. UU., el comienzo inminente del ciclo de subidas de los tipos de interés contribuirá a normalizar de forma gradual las valoraciones del mercado de *treasuries*, mientras que, en la eurozona y en Japón, los tipos de interés nominales permanecerán en niveles muy bajos. No obstante, es probable que en el último tramo de 2016 los inversores perciban la cercanía del final de las compras de activos en la eurozona, lo que comportará el inicio de una suave tendencia al alza en las *yields* soberanas de la región. Según las previsiones de CaixaBank Research, se espera que la rentabilidad del bono estadounidense a dos años aumente alrededor de 100 p. b. el próximo año, en contraste con el aumento esperado de 30 p. b. en el caso del bono alemán del mismo plazo, hasta el 1,85% y el 0,0%, respectivamente.

El análisis de los países emergentes nos conduce a la tercera conclusión. A diferencia de lo observado en los mercados avanzados, las métricas de valoración de las bolsas y de la deuda corporativa emergente permanecen en cotas muy deprimidas, solo vistas

### Valoraciones de los activos financieros internacionales

(En percentiles de la distribución histórica de cada serie: rojo/verde indica condiciones de sobrecompra/sobreventa)



**Notas:** \* Series históricas desde 1945 para EE. UU., 1982 para Europa y 1997 para emergentes.  
 \*\* Series históricas de los spreads de la deuda con grado especulativo desde 1998 para EE. UU., Europa y emergentes. Índices de deuda corporativa de BoAML.  
 \*\*\* Para EE. UU. y Europa, series históricas desde 1986 de los índices de deuda pública de BoAML. Para emergentes, serie histórica desde 1998 de los spreads del índice EMBIG Diversified de J. P. Morgan.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, BoAML y J. P. Morgan.

en periodos de gran incertidumbre como la crisis financiera asiática de 1997 o la Gran Recesión de 2008. Sin duda, el endurecimiento de las condiciones financieras externas para el grueso de las economías emergentes, el desplome de las cotizaciones de las materias primas o los desequilibrios internos que todavía quedan por corregir en algunos países emergentes constituyen retos notables. Sin embargo, consideramos que el balance de riesgos del bloque emergente es gestionable (sobre esta cuestión, véase el artículo «Perspectivas y dudas emergentes» del presente Dossier). Por esta razón, el cuadro macroeconómico que proyectamos para este heterogéneo grupo de países de cara a los años venideros es, en términos generales, positivo y, en consecuencia, pensamos que los activos financieros emergentes y sus divisas gozan de unas perspectivas relativamente favorables. No obstante, la materialización de este escenario será irregular y dependerá de la progresiva recuperación de la confianza de los inversores internacionales, que seguramente se manifestará con mayor claridad en la segunda mitad de 2016.

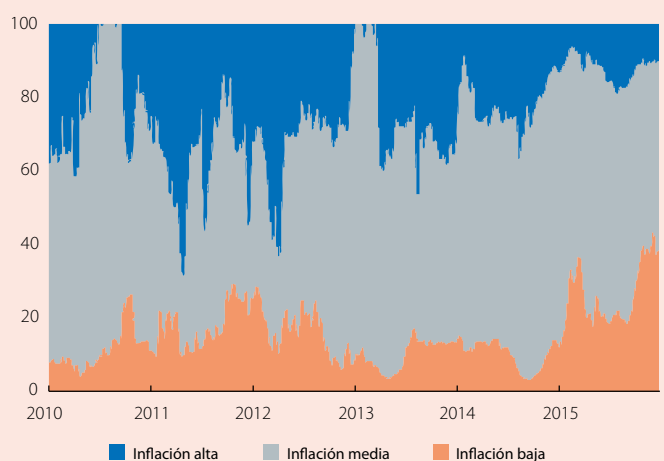
El panorama constructivo para los mercados internacionales en 2016 no está exento de riesgos. Un primer foco de incertidumbre procede de la capacidad de la Fed para llevar a buen puerto la normalización de los tipos de interés. Diversas cuestiones podrían alterar la ejecución de tal proceso: por ejemplo, la irrupción de un *shock* negativo que trunque la fase expansiva de la economía americana, el retraso que pueda causar la situación política propia de un año electoral sobre los planes de la Fed para endurecer las condiciones monetarias o una estrategia de comunicación poco precisa y errática del banco central. Aunque la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es baja, sus efectos serían potencialmente disruptivos para los mercados financieros globales. En el caso de que se produjese un *shock* negativo sobre la economía estadounidense, las *yields* soberanas a largo plazo descenderían con fuerza, mientras que, en los dos últimos, repuntarían. Un segundo foco de posible inestabilidad proviene del riesgo asociado a un cambio de las expectativas del mantenimiento de un entorno desinflacionista durante largo tiempo (véase el gráfico). La exigua prima por inflación que

refleja el mercado de bonos estadounidense puede revertir su tendencia bajista de forma abrupta si los indicadores de precios y salarios en EE. UU. sorprenden al alza. Ello desembocaría en repuntes de las rentabilidades de los *treasuries*, mientras que el impacto sobre las bolsas sería, *a priori*, menos desfavorable. La materialización de este riesgo supondría un marcado deterioro del entorno financiero emergente por la probable intensificación de las salidas de capitales y la depreciación de las divisas emergentes.

Por último, China representa otra fuente de riesgo financiero de cara al próximo año. La eventual entrada de la economía china en una fase de desaceleración más pronunciada (el denominado *hard landing* o «aterrizaje forzoso») provocaría, en un inicio, fuertes alzas en la aversión global al riesgo, descensos pronunciados en los mercados de mayor riesgo y la búsqueda de activos considerados más seguros. En paralelo, las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes saldrían particularmente malparadas, lo que, a su vez, desembocaría en episodios de turbulencias en los mercados emergentes. Aun así, pensamos que la probabilidad asociada a este escenario de riesgo es baja, dado que las autoridades chinas no dudarían en elevar el alcance de sus medidas de estímulo monetario para atajar estos riesgos de cola.

En suma, la evolución de la escena financiera internacional en 2016 estará caracterizada por un mejor comportamiento relativo de los activos de riesgo frente a la deuda pública en los países avanzados, así como por unas rentabilidades menos abultadas que en los años precedentes para ambas clases de activos. Si bien no esperamos que los interrogantes que se ciernen sobre el entorno global hagan descarrilar el escenario positivo previsto, la menor liquidez en un gran número de mercados amplificará los probables episodios de *risk-off* que puedan surgir en 2016. La cautela será, por tanto, una valiosa compañera de viaje a lo largo del próximo año.

### EE. UU.: expectativas de inflación a cinco años vista \*



Nota: \* Probabilidades implícitas en las opciones sobre inflación.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Goldman Sachs Global Investment Research.

Carlos Martínez Sarnago

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank