

## COYUNTURA · El binomio China-petróleo sacude la escena financiera internacional

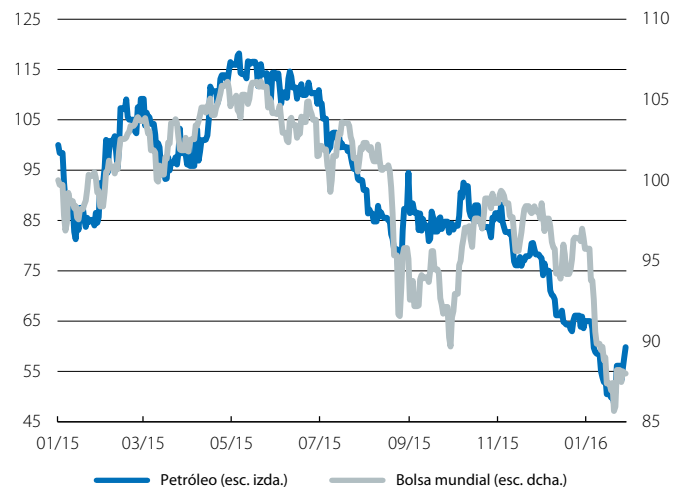
**Arranque de año turbulento en los mercados financieros internacionales.** Los activos con riesgo globales han comenzado 2016 en las mismas coordenadas con las que finalizaron 2015: volatilidad elevada y descensos abultados de las cotizaciones. La severidad de la corrección sorprendió a inversores y analistas, lo que reavivó momentos de desagradable recuerdo como los originados tras el estallido de la crisis financiera de 2008. Como ya sucediera durante la segunda mitad de 2015, dos son los factores de fondo de esta dinámica. En primer lugar, las dudas en torno a la economía china, que se han visto reforzadas por las devaluaciones acometidas por el banco central de China (PBoC en adelante) sobre el yuan. En segundo lugar, el desplome del precio del petróleo, que se intensificó en enero y situó el barril Brent en 27 dólares, su menor nivel en 12 años. El notable aumento de la correlación del crudo con el precio de los activos de riesgo durante los últimos meses pone de manifiesto el modo *risk-off* en el que se encuentran inmersos los activos financieros globales. Aunque la duración de esta fase es incierta, lo más probable es que tienda a perder intensidad en los próximos meses, de la mano de un mayor protagonismo de los fundamentos de los diferentes mercados de activos.

**La magnitud y duración del sell-off sugieren que los inversores internacionales barajan una mayor probabilidad de desaceleración del crecimiento global.** Sin embargo, pensamos que ha habido sobrerreacción y que los temores a una desaceleración pronunciada del crecimiento mundial son excesivos. En este sentido, la contribución de las palancas de fondo debería seguir siendo, en conjunto, positiva: crecimiento satisfactorio en EE. UU., recuperación sostenida en la eurozona y en Japón, condiciones monetarias globales laxas y desaceleración económica en China bajo control. No obstante, las condiciones actuales son poco propicias para que se dé un clima más constructivo en los mercados a corto plazo. En primer lugar, a causa de factores de alcance global como el débil pulso de las materias primas en general, y del petróleo en particular, y del «ruido» procedente de China. En segundo lugar, debido al empeoramiento de las perspectivas de beneficios empresariales en EE. UU.

**La incertidumbre procedente de China se mantendrá como un factor de riesgo importante, pero intermitente.** De particular relevancia serán las eventuales intervenciones del PBoC en el mercado de divisas, máxime tras los episodios de aversión global desatados a raíz de las devaluaciones del yuan. La probabilidad de que se produzcan nuevas devaluaciones frente al dólar es elevada, pero no contemplamos que sean significativas. Un proceso de devaluación agresivo del yuan tendría repercusiones negativas para China en dos frentes. Por un lado, pondría en cuestión la internacionalización del yuan como divisa de reserva y, por otro, contribuiría a intensificar la salida de capitales. Por lo que respecta a la situación económica del

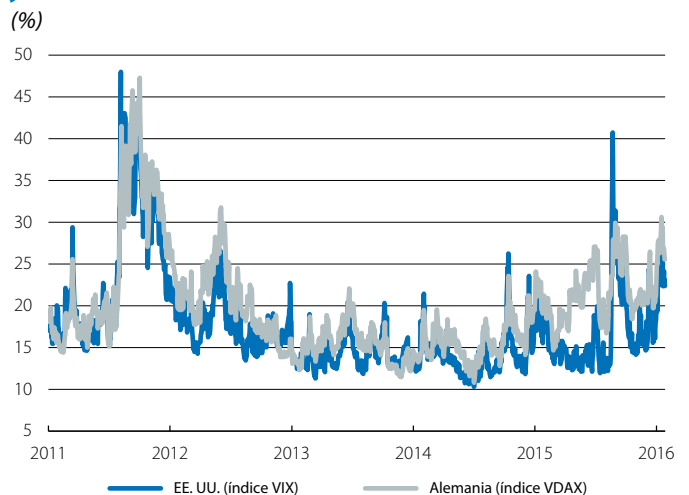
### Bolsa mundial y precio del petróleo Brent

Índice (100 = enero 2015)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

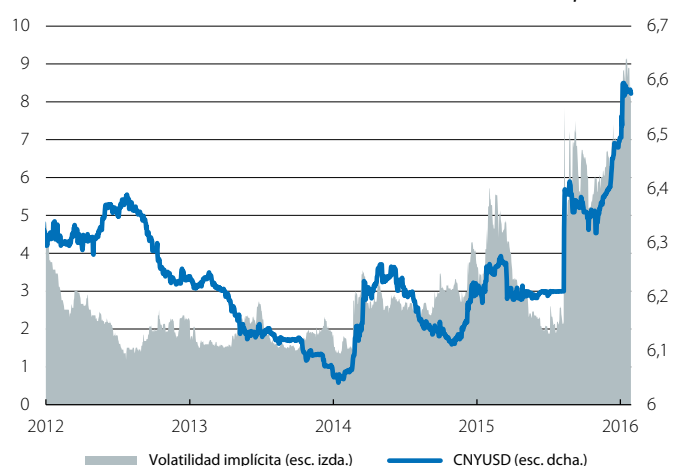
### Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU. y Alemania



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Cotización del yuan frente al dólar y volatilidad implícita

(Yuanes por dólar)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

gigante asiático, la dinámica de fondo sigue siendo de debilidad a causa de la transición hacia un modelo de crecimiento más equilibrado. Si bien es cierto que el balance de riesgos permanece sesgado a la baja, seguimos pensando que el Ejecutivo chino dispone de capacidad suficiente para acomodar las políticas monetaria y fiscal. Por tanto, el inversor deberá convivir durante buena parte de 2016 en estas coordenadas que llevarán asociadas episodios de volatilidad moderada.

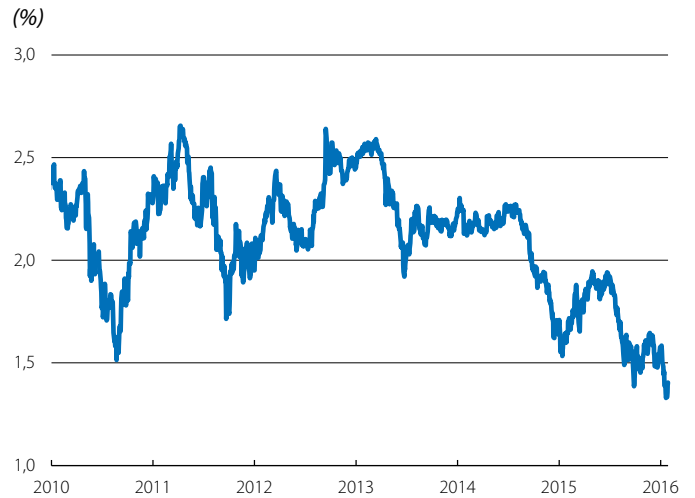
**Entre tanto, la Reserva Federal (Fed) mantiene el rumbo de su estrategia monetaria.** En su primera reunión tras elevar el tipo de interés oficial el pasado mes de diciembre, la Fed mantuvo sin cambios la tasa de referencia. La presidenta de la autoridad monetaria, Janet Yellen, recalcó la conveniencia de seguir avanzando en este proceso de forma gradual. Sin embargo, el comunicado oficial mostró un tono más cauto de lo esperado. La Fed señaló que «permanecerá vigilante a los acontecimientos económicos y financieros globales» e indicó que ambos factores pueden incidir en el balance de riesgos del cuadro macroeconómico del país. En cuanto a la actividad económica, reconoció que se desaceleró en el último tramo de 2015, pero constató la fortaleza del mercado laboral. En materia de precios, hizo referencia al descenso de las expectativas de inflación del mercado de bonos, pero subrayó que las expectativas basadas en encuestas permanecen estables.

**Dadas las actuales circunstancias de aversión y dudas de los mercados internacionales, el firme compromiso de la Fed para llevar a cabo el endurecimiento de tipos es crucial.** Una demora excesiva de nuevas subidas del tipo oficial podría resultar contraproducente si la comunidad inversora percibe que la Fed no posee el control necesario para implementar su estrategia. Las expectativas del mercado sitúan la segunda subida del *fed funds* a mediados de año, aunque las probabilidades se están desplazando hacia el último trimestre de 2016.

**Por su parte, el BCE abre la puerta a la adopción de más estímulos en marzo.** El consenso esperaba que la reunión del Consejo de Gobierno del BCE fuera de trámite. Sin embargo, Mario Draghi sorprendió por el tono acomodaticio de sus mensajes. El mandatario europeo se mostró dispuesto a «revisar» los parámetros de la política monetaria del BCE en su próxima reunión de marzo. Adicionalmente, Draghi sostuvo que las políticas del banco central para cumplir con el objetivo de inflación (~2%) «no tienen límites», siempre que permanezcan dentro del mandato de la institución. El debilitamiento de las economías emergentes, la caída de los precios del petróleo y la inestabilidad financiera fueron los principales justificantes del tono *dovish* del presidente del BCE. No obstante, es importante subrayar que la adopción de más estímulos monetarios podría no materializarse en marzo, lo que desembocaría en un sentimiento de decepción del mercado. Lo sucedido tras la reunión de diciembre es un precedente aleccionador. Creemos que el BCE tan solo decidirá actuar (nuevo recorte del tipo *depo*, extensión del QE) en caso de un deterioro significativo del cuadro macro o de un recrudecimiento de las turbulencias financieras.

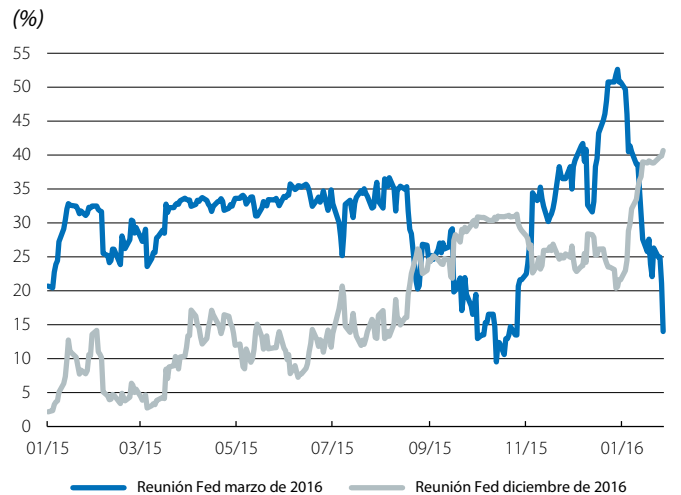
**El clima de aversión al riesgo favorece el comportamiento de la deuda pública más segura.** Las rentabilidades de los bonos

**EE. UU.: expectativas de inflación a 10 años \***



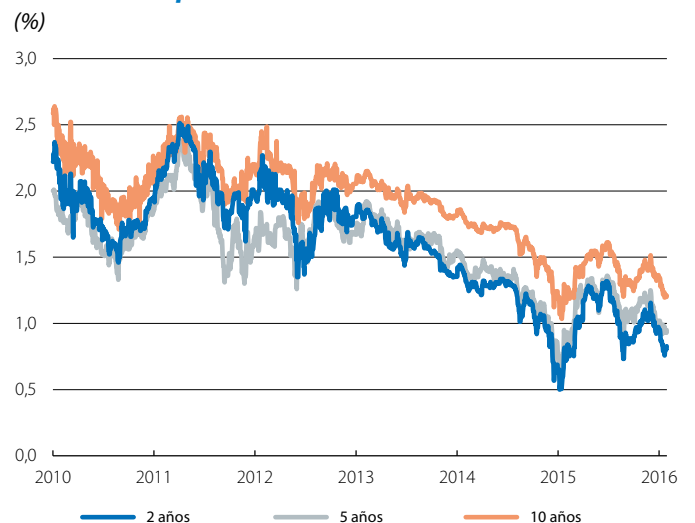
*Nota: \* Implícita en la cotización del bono soberano estadounidense a 10 años indexado a la inflación. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

**EE. UU.: probabilidad asociada a la segunda subida del tipo de interés oficial**



*Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

**Eurozona: expectativas de inflación**



*Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

soberanos en EE. UU. y Alemania han flexionado a la baja a causa de la intensificación de los flujos en busca de refugio. En el primer caso, la TIR del *treasury* a 10 años ha descendido 30 p. b. desde finales de diciembre hasta situarse por debajo del 2%. Por su parte, el rendimiento del *bund* alemán ha retrocedido hasta la zona del 0,4%. En España, la prima de riesgo a 10 años ha mostrado una evolución más volátil (entre los 120-130 p. b.) a causa de la incertidumbre política, mientras que, en Portugal, los compromisos en materia fiscal del Gobierno entrante y las dificultades para encauzar la venta de Novo Banco han elevado la prima de riesgo hasta los 250 p. b.

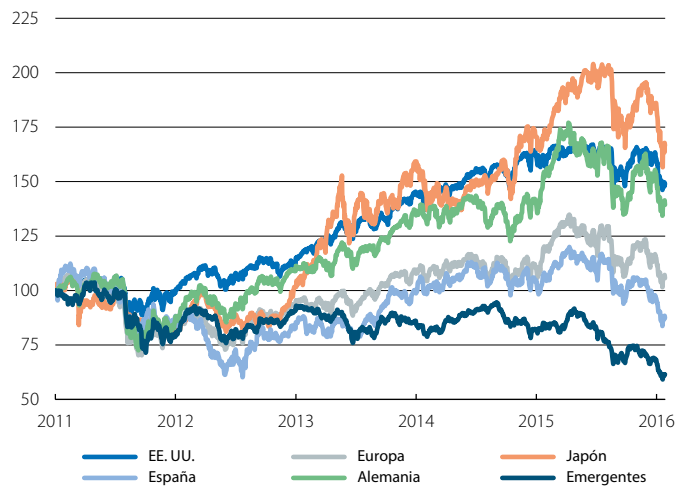
**Las bolsas internacionales se ven sacudidas en un inicio de año funesto.** Las caídas han sido abultadas (del orden del 7%-12%) en la práctica totalidad de las plazas bursátiles, tanto del bloque avanzado como del emergente. En EE. UU., el índice S&P 500 ha retrocedido un 6%, lo que representa el peor arranque de año desde 2009. El colapso de los precios del crudo sigue siendo un verdadero lastre para los sectores energético y minero. Además de este último factor, las pérdidas en las bolsas europeas se han visto acentuadas por el mal desempeño del sector automovilístico y bancario. En este último caso, el epicentro se ha situado en Italia, por las dudas sobre el proceso de saneamiento de los balances de los bancos. Con todo, interpretamos este episodio como un foco de incertidumbre puntual que podría remitir una vez que el Gobierno italiano presente los detalles de su plan para facilitar dicho proceso de saneamiento.

**En EE. UU., la campaña de resultados empresariales del 4T 2015 está deparando algunas sorpresas positivas, principalmente en el ámbito tecnológico y en el financiero.** Lamentablemente, es poco probable que esta circunstancia logre dar un vuelco a las revisiones a la baja de las expectativas de los beneficios corporativos. Tampoco las condiciones actuales de elevada sobreventa, aunque pueden dar lugar a eventuales rebotes de duración breve. No obstante, la reactivación de la tendencia alcista se producirá a medida que se vislumbre una mayor certidumbre sobre los dos principales ejes de volatilidad del mercado (petróleo y China). Las ratios de valoración, que se encuentran en algunos casos por debajo de los niveles promedio de largo plazo, constituirán un factor de soporte. Particularmente en las bolsas emergentes.

**El cruce euro-dólar permanece estable y las divisas emergentes siguen sin poder estabilizarse.** La evolución del euro frente al dólar ha deparado fluctuaciones de escasa envergadura. Los flojos datos de actividad en EE. UU. mantuvieron el euro en el intervalo de los 1,08-1,10 dólares. No modificamos nuestra visión a medio plazo sobre el cruce euro-dólar, que preveamos que se sitúe alrededor de los 1,05 dólares. En el apartado emergente, las principales divisas siguieron debilitándose a causa del binomio China-petróleo. Es el caso del rublo ruso, que ha alcanzado un nuevo mínimo histórico frente al dólar al cambiarse por 78 rublos. El peso argentino también se ha visto sometido a fuertes presiones, si bien en este caso ello obedece a la decisión del nuevo Gobierno de flexibilizar el régimen de tipo de cambio y poner fin a los controles de capitales.

**Bolsas internacionales**

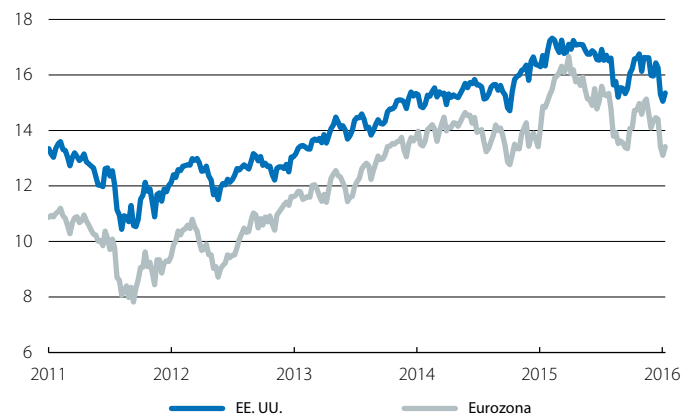
Índice (100 = enero 2011)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Bolsas internacionales: ratios precio/beneficios (PER) \***

(Ratio)

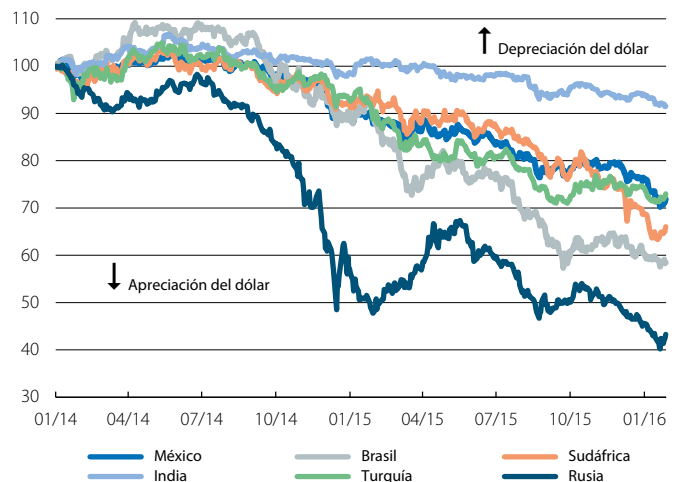


Nota: \* Ratios PER calculadas a partir de los beneficios esperados a 12 meses vista por el consenso de analistas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Divisas emergentes frente al dólar**

Índice (100 = enero 2014)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.