

## COYUNTURA · ¿Luz al final del túnel?

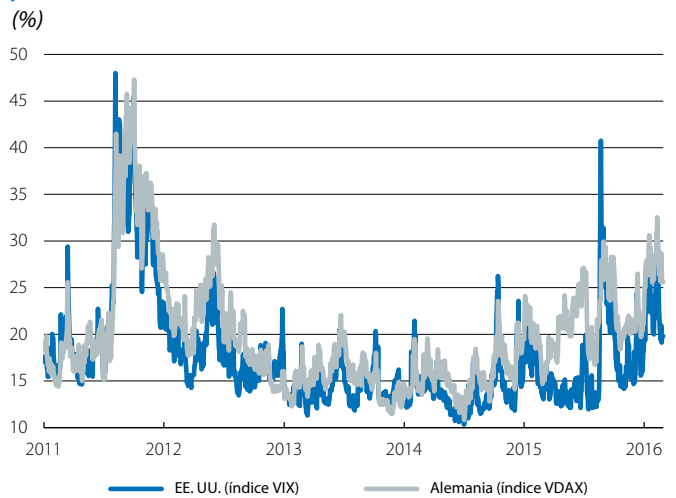
**Mejora el sentimiento en las bolsas internacionales tras la prolongación del sell-off de principios de año.** El sentimiento de mercado volvía a empeorar al inicio de febrero con nuevas caídas del precio del petróleo y con la continuación de las salidas de capital de China. Según avanzaba el mes, algunos indicadores de desaceleración económica en EE. UU. y los posibles efectos de una política monetaria aún más laxa sobre los bancos de la eurozona acapararon la atención de los inversores. Sin embargo, los mercados consiguieron iniciar un cambio de tendencia tras el acuerdo de la OPEP para congelar la producción de crudo y el anuncio de varias medidas por parte de las autoridades monetarias chinas. A su vez, los últimos indicadores macro y las actas de los bancos centrales contribuyeron a frenar el excesivo castigo bursátil. En cualquier caso, la notable volatilidad seguirá presente hasta que se resuelvan las dudas en estos cuatro frentes: las perspectivas de crecimiento de China, el precio del petróleo, la economía estadounidense y el sector financiero europeo.

**Se reduce el impacto en los mercados de la ralentización de China.** La incertidumbre que genera la transición del gigante asiático hacia una economía con un mayor peso del sector servicios, unida a las devaluaciones del yuan, dio continuidad a las salidas de capitales en febrero. No obstante, las declaraciones del gobernador del banco central de China (PBoC), en las que argumentaba que las presiones sobre el renminbi no obedecían a razones de fundamento y que la salida de capitales será temporal, contribuyeron a calmar a los inversores. El PBoC anunció también nuevas inyecciones de liquidez para estimular la economía y una reducción de las restricciones a la inversión extranjera en los mercados nacionales de renta fija y variable para contrarrestar las presiones sobre la moneda china.

**El petróleo se recupera de sus niveles mínimos y se une a otras materias primas, lo cual apoya el rebote en las bolsas.** La persistencia de unos precios bajos del petróleo ha terminado pasando una costosa factura económica y fiscal a los países productores y exportadores. Arabia Saudí manifestaba, poco antes de anunciar una reunión de la OPEP, que sus cuentas públicas se estaban resintiéndose considerablemente. El acuerdo para congelar la producción de crudo hacía repuntar el precio del barril Brent un 13% en la segunda mitad del mes. Aunque declaraciones recientes del ministro de Energía iraní volvieron a suscitar cierto pesimismo a los inversores, la posibilidad del acuerdo y el ajuste de la oferta como consecuencia del freno de las inversiones en el sector sientan las bases para esperar subidas más sostenidas. Otras materias primas de relevancia, como el cobre, el mineral de hierro y el zinc, contribuyeron también al tono constructivo de las bolsas en la segunda mitad de mes.

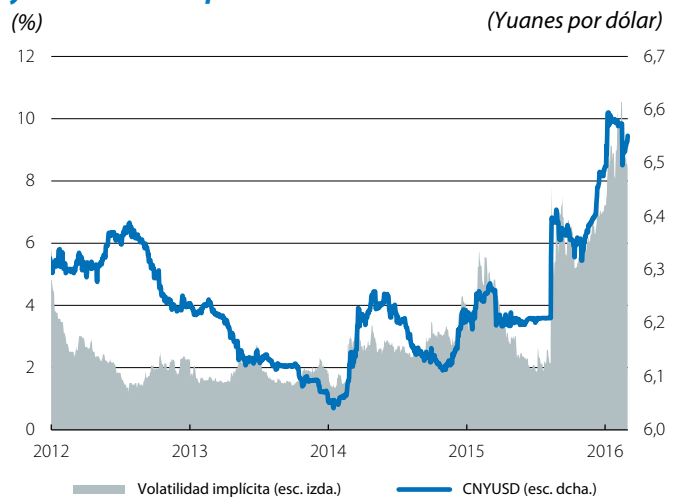
**Aumenta la percepción de riesgo de desaceleración en la economía estadounidense,** que pierde inercia a la vez que

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



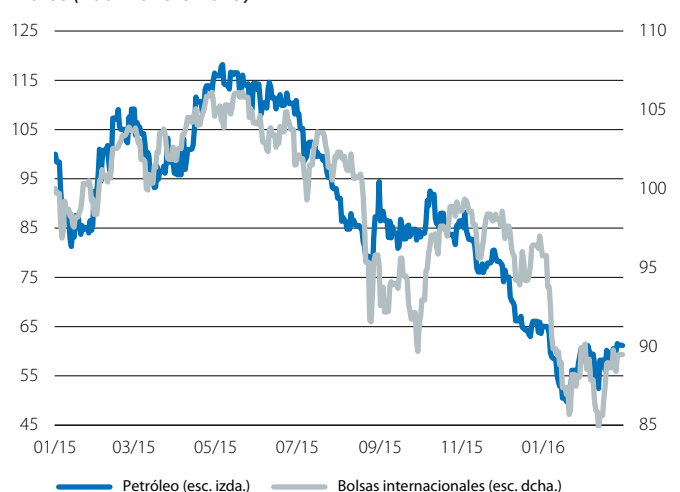
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

### Bolsa mundial y precio del petróleo Brent



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

caen los beneficios empresariales. La última campaña de resultados terminó de crispas algunos nervios tras caer un 7% el beneficio por acción (BPA). El sector energético ha sido, una vez más, el principal causante de esta tendencia, que cobra solidez después de varios trimestres de resultados con la misma tónica. Pero, excluyendo ese sector, tampoco se observa crecimiento en el BPA, y las ventas cayeron un 4%. En cualquier caso, los principales analistas han revisado a la baja las perspectivas de beneficios para 2016. Esta evolución se une a varios indicadores que han afectado negativamente al sentimiento inversor: la producción industrial ha caído en 10 de los últimos 12 meses, las primas de riesgo corporativas van en aumento, las condiciones de préstamo mayorista son ligeramente más estrictas y la curva de tipos es la más plana desde 2007, pero con los tipos cerca de cero. En conjunto, la probabilidad de recesión ha aumentado, aunque sigue siendo reducida, y los cimientos de la economía estadounidense (especialmente el mercado laboral y el de vivienda) parecen estar resistiendo bien a los *shocks* externos.

**La banca europea soporta un castigo excesivo.** Los índices Eurostoxx Banks y Stoxx 600 Banks se han dejado un 22% en lo que va de año, el doble que los índices de mercado Eurostoxx 50 y Stoxx 600. Los beneficios de dos tercios de las entidades bancarias de la eurozona sorprendieron a la baja, lo cual ha vuelto a situar la rentabilidad del sector en el punto de mira de los inversores en un entorno de bajísimos tipos de interés y curvas inusualmente planas. En febrero, el foco de atención también se situó sobre los *cocos* (bonos contingentes convertibles a capital) a causa del riesgo de no poder cobrar los cupones sobre dichos bonos en una situación ajustada de solvencia o a las pérdidas que acarrearía un escenario en el que la conversión a capital debiera hacerse efectiva. Estas dudas contrastan con los indicadores macroeconómicos de la eurozona, razonablemente sólidos. De hecho, los resultados empresariales arrojaron un crecimiento del 3% en el BPA y del 4% en ingresos (excluyendo ambos el sector energético).

**La Reserva Federal (Fed) se vuelve a replegar ante el incierto entorno global.** Las actas de la reunión de enero de la Fed, en consonancia con comentarios recientes de miembros del consejo, subrayan la continuación de la mejora del mercado laboral y la dinámica general positiva del conjunto de la economía. Se adoptó, no obstante, un tono de vigilancia al mencionar los riesgos a la baja provenientes de unos indicadores financieros algo más restrictivos (por el aumento de los *spreads* de deuda corporativa y mayores tipos de interés en préstamos a mayoristas) y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento global. Por el momento, la Fed no considera estos riesgos lo suficientemente graves para modificar la previsión del crecimiento de EE. UU. a medio plazo. Sin embargo, para el mercado, son razones suficientes para prever, a lo sumo, una subida del tipo de interés oficial este año.

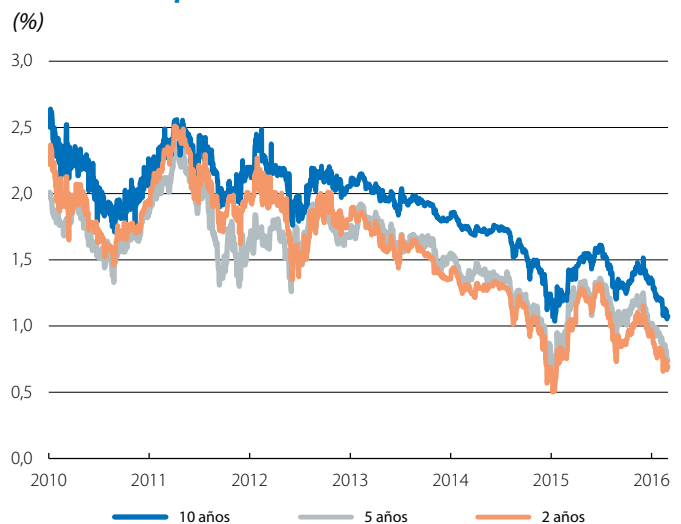
**Por su parte, el BCE alimenta la expectativa de nuevas medidas en marzo.** Los mismos riesgos globales que amenazan la normalización monetaria en EE. UU. (incertidumbre sobre el

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



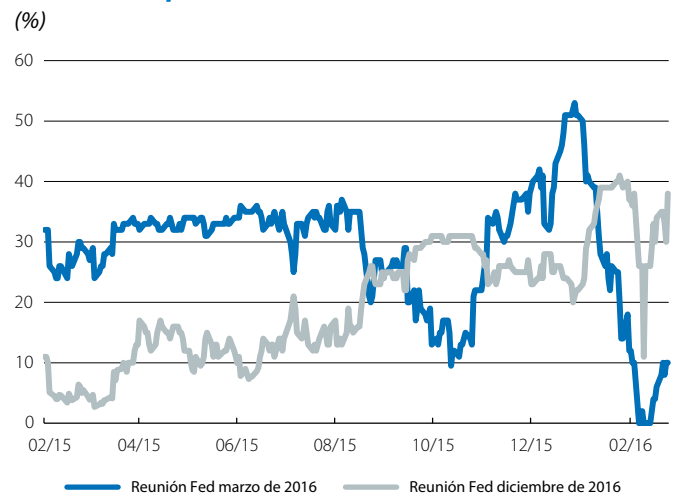
*Nota: \* Implicita en la cotización del bono soberano estadounidense indexado a la inflación. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

**Eurozona: expectativas de inflación**



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

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



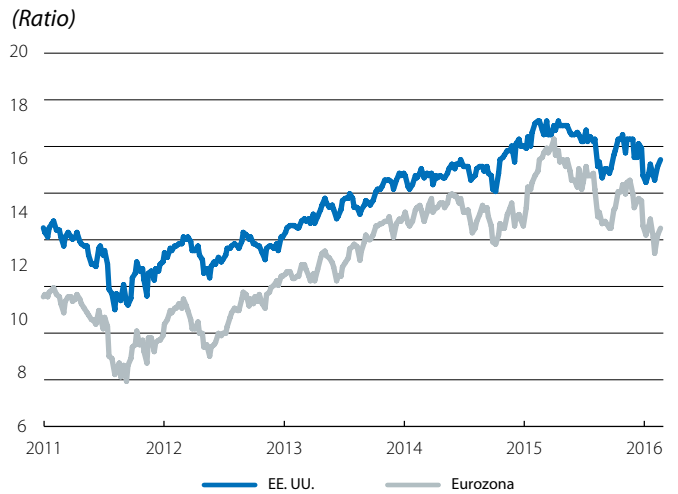
*Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

crecimiento global, presión a la baja sobre la inflación por la evolución del petróleo y fragilidad del entorno financiero) también han llevado al BCE a sugerir nuevas acciones de política acomodaticia en marzo. El consejo de gobierno del BCE ha querido transmitir que está dispuesto a seguir actuando con todos los recursos, pero los mercados se mantienen escépticos sobre la efectividad de la política monetaria. Los inversores ponderan el riesgo de que a los bancos centrales no les quede mucho margen de maniobra si se materializan *shocks* adversos y de que se agote el espectro de activos elegibles para implementar las medidas (véase el Focus «¿Puede el BCE ampliar fácilmente el programa de compra de deuda pública?», en este mismo *Informe Mensual*). Actualmente, se descuenta un recorte adicional de 10 p. b. en la facilidad de depósito en el mes de marzo, así como una ampliación del programa de compras de activos.

**Las bolsas emergentes aguantan la embestida mientras predomina la búsqueda de activos seguros.** El índice MSCI Emerging Markets es un 6% menor que a principios de año, un comportamiento similar al del S&P 500. La depreciación del dólar respecto a una serie de divisas emergentes les ha ayudado a capear el temporal, pero se mantiene el riesgo por su creciente deuda corporativa, acentuado por el reciente endurecimiento de las condiciones crediticias y el aumento de los préstamos fallidos. En este contexto de incertidumbre y volatilidad, el oro afianza de nuevo su papel de activo refugio tras revalorizarse más de un 16% en 2016. Similar comportamiento presentan los bonos soberanos americano y alemán, cuyas TIR a 10 años han descendido en febrero otros 20 p. b. y 23 p. b., hasta situarse en el 1,74% y 0,12%, respectivamente. La renta variable americana y europea ha experimentado ciertos flujos de salida, sobre todo por parte de inversores minoristas. Sin embargo, muchos de los fondos de inversión estratégicos se han posicionado a la espera de un rebote con un aumento de su exposición a renta variable.

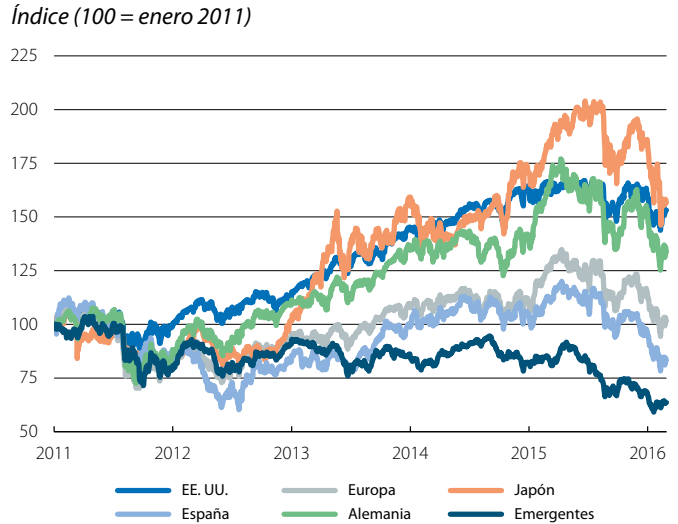
**Los riesgos a la baja para los mercados siguen siendo moderados.** Si bien el eje petróleo-China continuará siendo el principal motor de los mercados a corto plazo, seguiremos observando por el retrovisor la posibilidad de desaceleración en EE. UU., la efectividad de la política monetaria y el referéndum sobre la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*). Los sectores asociados al crudo han continuado lastrando las bolsas y el riesgo de crédito en el sector energético ha aumentado notablemente a raíz de las primeras quiebras de pequeñas empresas en EE. UU. Sin embargo, hoy por hoy no es probable que dicho riesgo se vuelva sistémico. Goldman Sachs cifra las exposiciones de los bancos a préstamos relacionados con el sector energético en un 2,5% de los activos, mientras que la exposición a hipotecas en 2007 era del 33% (véase el artículo «Estabilidad financiera y petróleo barato: ¿bendición o maldición?» en el Dossier de este mismo *Informe Mensual*). En el ámbito de las divisas, el actual debate sobre el *brexit* depreció la libra esterlina alrededor de un 6% respecto al dólar y al euro.

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



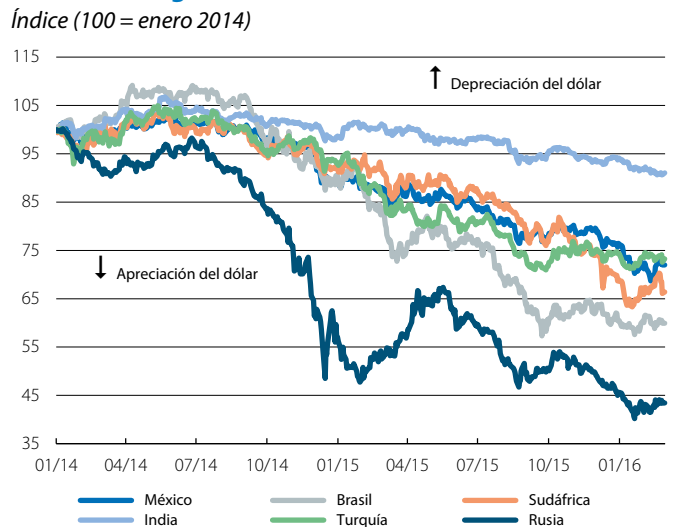
**Nota:** \* Ratios PER calculadas a partir de los beneficios esperados por el consenso de analistas a 12 meses vista.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Principales bolsas internacionales**



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

**Divisas emergentes frente al dólar**



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