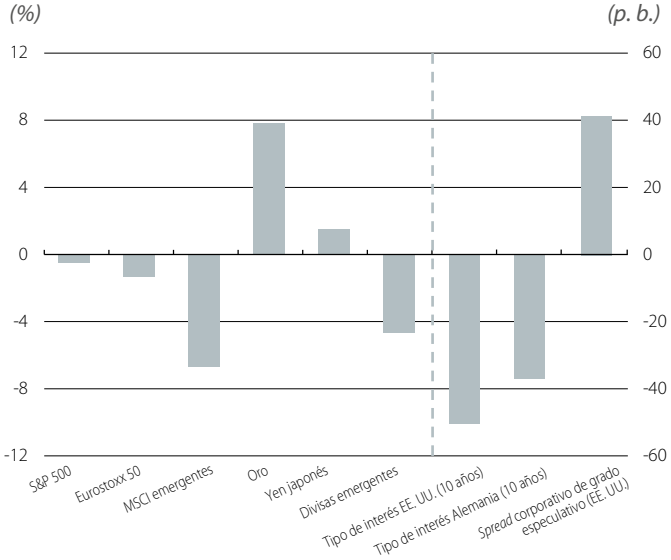
El temor a una recesión enturbia el verano

El pesimismo de los mercados agita la calma estival. Lejos de un verano tranquilo, la intensificación de las tensiones comerciales y geopolíticas que se describen en las siguientes páginas de este informe desembocó, en los mercados financieros, en preocupación sobre las perspectivas económicas globales y dio lugar a un aumento de la aversión al riesgo. El episodio se saldó con retrocesos de las bolsas, un aumento de las primas de riesgo sobre la deuda corporativa de peor calidad y una huida hacia activos considerados más seguros, que hundió todavía más los principales tipos de interés soberanos y provocó salidas de capital de las economías emergentes (las mayores desde noviembre de 2016, según datos del Institute of International Finance). Además, el intercambio de amenazas arancelarias entre EE. UU. y China se acentuó con la depreciación del renminbi, que cruzó la barrera de los 7 yuanes por dólar por primera vez desde 2008. En este contexto de inquietud, las miradas de los inversores viraron hacia la Fed y el BCE, con la expectativa implícita de que adoptarán una política monetaria ampliamente acomodaticia en los próximos trimestres. Ambos vuelven a escena en septiembre, cuando deberán balancear el desasosiego de las cotizaciones financieras y la intensificación de la incertidumbre con unos indicadores económicos que, a pesar de haberse desacelerado, no parecen dibujar un escenario tan negativo como el que agitó los mercados en verano.

Las bolsas sufren correcciones, pero se recuperan. La escalada de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China sacudió las bolsas internacionales y, en la primera semana de agosto, los principales índices llegaron a acumular pérdidas superiores al 5% y registraron las peores sesiones del año. Esta zozobra inicial dio paso a un tono errático, en unas últimas semanas de agosto en las que se combinaron sesiones de recuperación (sustentadas en algunas declaraciones conciliatorias) con otras de nuevos retrocesos. Ello, sumado al comportamiento más apacible registrado en julio, permitió a los parqués bursátiles moderar las pérdidas en el conjunto de julio y agosto, tanto en EE. UU. (S&P 500 –0,5%) como en Europa (Eurostoxx 50 –1,4%, DAX –3,7%, CAC –1,1%, MIB +0,4%, Ibex –4,2% y PSI –4,9%). Sin embargo, en ambas regiones las cotizaciones de los sectores «cíclicos» (es decir, aquellos más sensibles al ciclo económico) tuvieron un desempeño claramente inferior al de los «defensivos» (cuyo crecimiento de los beneficios es poco sensible al ciclo), reflejo de las dudas sobre el crecimiento que generan las tensiones comerciales. Las economías emergentes, por su parte, terminaron con retrocesos más marcados (índices MSCI para Asia emergente y América Latina –5,9% y –8,5%, respectivamente).

Los temores recesivos se concentran en la renta fija. Mientras que, a pesar de las correcciones del verano, las cotizaciones bursátiles siguen en cotas relativamente elevadas (especialmente en EE. UU.), los tipos de interés soberanos reflejan un panorama más sombrío. Si en el anterior Informe Mensual ya comentábamos que los tipos de EE. UU. y Alemania habían disminuido hasta mínimos, a lo largo del verano estos han seguido hundiéndose (–51 p. b. y –37 p. b., respectivamente) ante el temor a un deterioro acentuado de la economía y la expectativa de una respuesta de política monetaria acomodaticia. Es más, en EE. UU. la curva de tipos acentuó su inversión, con un

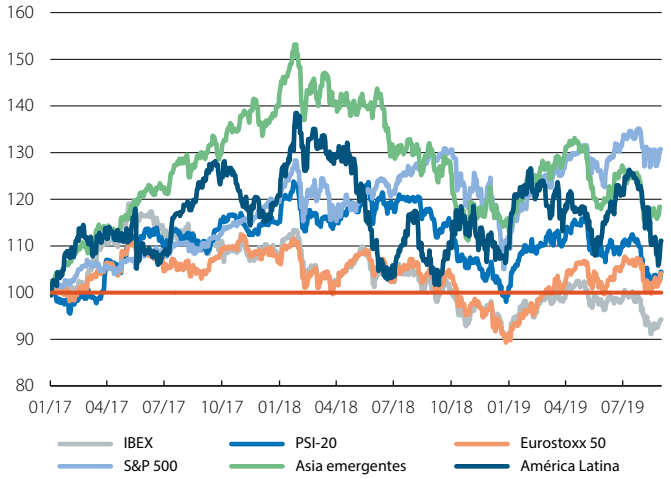
Variables financieras seleccionadas: variación entre 30 de junio y 31 de agosto



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

Principales bolsas internacionales

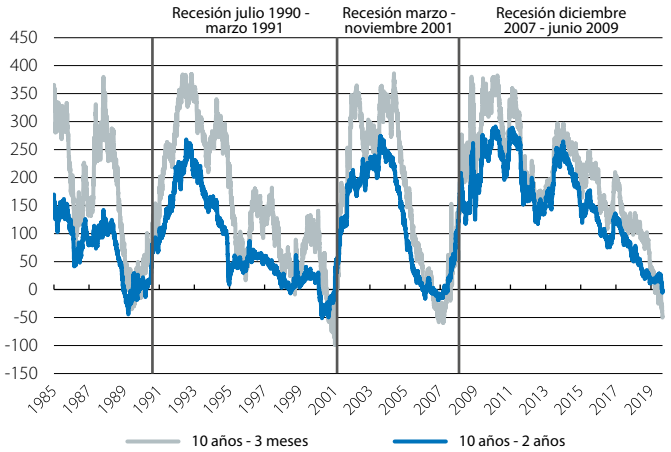
Índice (100 = enero 2017)



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

Pendiente de la curva de tipos de interés soberanos de EE. UU.

Diferencial entre bonos de distintos vencimientos (p. b.)



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

tipo soberano a 10 años unos 50 p. b. y 5 p. b. por debajo de los tipos a 3 meses y 2 años, respectivamente (lo que, históricamente, ha anticipado una entrada en recesión, como hemos analizado en la nota «Sobre la inversión de la curva de tipos: ¿preludio de recesión?» disponible en www.caixabankresearch.com). En Europa, por su parte, las primas de riesgo se mantuvieron contenidas y la reducción de los tipos soberanos hasta nuevos mínimos históricos fue generalizada entre los países del núcleo (tipo a 10 años de Alemania: –0,70% y Francia: –0,40%) y de la periferia (España: 0,11% y Portugal: 0,13%), mientras que en Italia la prima de riesgo disminuyó con fuerza (–110 p. b.) ante la perspectiva de un nuevo Gobierno de coalición menos beligerante con Europa.

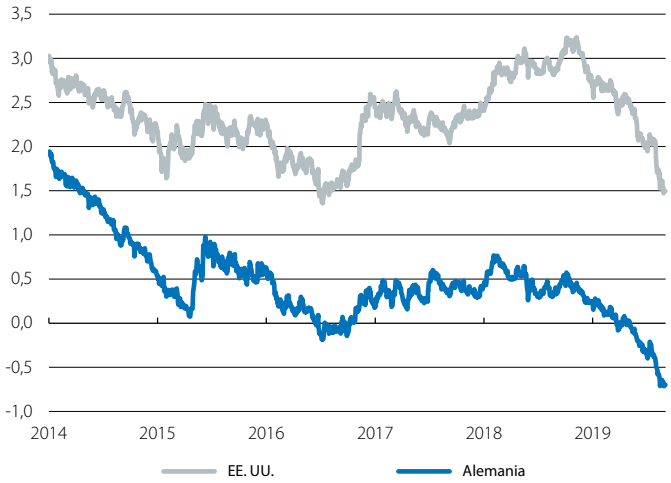
La Fed baja tipos y apunta a nuevos recortes. Aunque su última reunión (31 de julio) se produjo antes de la escaramuza entre EE. UU. y China que desencadenaría las turbulencias del verano, la Fed recortó preventivamente sus tipos de interés de referencia en 25 p. b. (hasta el intervalo 2,00%-2,25%) ante la combinación de una inflación contenida y la persistencia de riesgos sobre el escenario (el primer recorte en 10 años). Respecto a los últimos indicadores económicos, sin embargo, la Fed mantuvo una valoración positiva y señaló que, a pesar de que la inversión se está viendo lastrada por la incertidumbre, el consumo privado sigue apoyando el crecimiento gracias a la robustez del mercado laboral. Probablemente por este desempeño positivo de los indicadores, la decisión de reducir los tipos oficiales no fue unánime y los presidentes de las Fed regionales de Kansas y Boston votaron a favor de mantenerlos estables. De cara a septiembre, pero, las expectativas de mercado apuntan con una probabilidad del 100% a que la Fed recortará de nuevo los tipos de interés.

El BCE prepara nuevos estímulos monetarios. En consonancia con el viraje acomodaticio de la Fed, en julio, el BCE preparó el terreno para anunciar un paquete de estímulo monetario en septiembre. En concreto, a pesar de no modificar los tipos oficiales, mencionó que podría bajarlos próximamente y explicitó que, ante la persistencia de riesgos y la debilidad del sector manufacturero, es necesaria una política monetaria ampliamente acomodaticia para respaldar la recuperación de la inflación. En este sentido, el BCE apuntó a medidas complementarias al recorte de tipos, como reforzar la orientación futura sobre los tipos de interés (lo que posiblemente implicaría posponer la fecha orientativa para una primera subida de tipos), reanudar las compras netas de activos y la posibilidad de mitigar los efectos adversos que los tipos de interés negativos pueden tener sobre el sector financiero (por ejemplo, con un sistema de *tiering* que gravaría con diferentes tipos distintos tramos del exceso de liquidez).

Las materias primas y las divisas emergentes se ven arrastradas por la volatilidad financiera. En otro reflejo de los temores de los mercados a un deterioro acentuado de la demanda, a lo largo del verano, la mayoría de índices de materias primas (productos agrícolas, metales y energía) flexionaron a la baja. En el caso concreto del petróleo, el precio del barril de Brent retrocedió cerca de un 10% en el conjunto de julio y agosto a pesar de que, en su reunión del 1 y 2 de julio, la OPEP y sus socios acordaron extender el acuerdo de recortes a la producción de crudo hasta marzo de 2020 (recorte de 1,2 millones de barriles por día respecto a los niveles producidos en octubre de 2018). Por su parte, la práctica totalidad de las divisas emergentes se debilitó frente al dólar estadounidense.

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

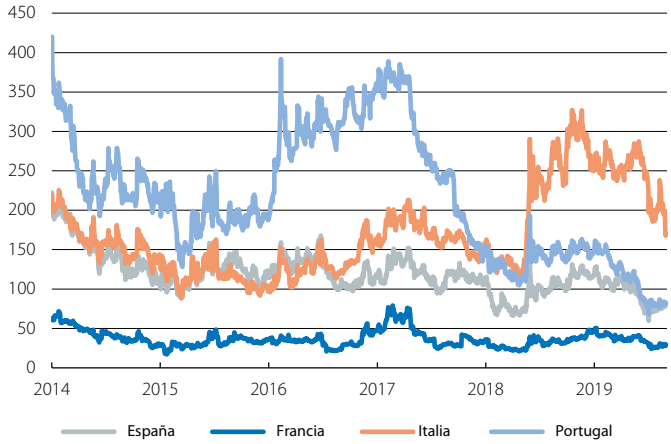
(%)



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

Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años

(p. b.)



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

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)

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