

Por tercer año consecutivo, los inversores han vivido **un verano volátil en los mercados financieros** con correcciones en las bolsas, los mercados emergentes y los diferenciales de crédito, acompañado por los habituales flujos de entrada en los activos de refugio como el oro, el dólar estadounidense y la deuda pública.

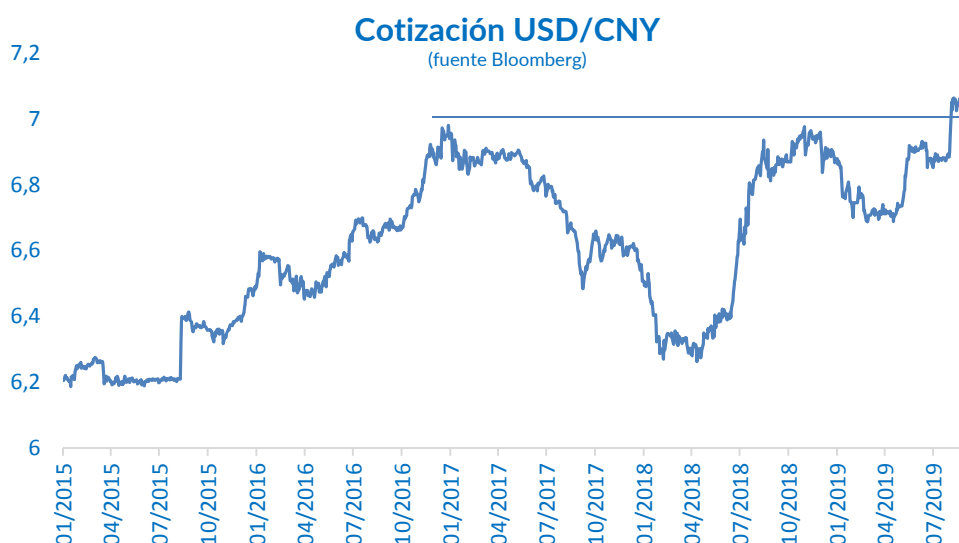
En este informe explicamos las principales razones del incremento de la aversión al riesgo y analizamos las perspectivas de los distintos factores económicos, financieros y políticos, así como las consecuencias para las expectativas financieras de los próximos meses.

¿Cuáles son las causas de la volatilidad de este verano?

Como ya comentamos en anteriores comunicados,¹ desde el último trimestre del año pasado, existe **preocupación sobre las consecuencias de la guerra comercial** iniciada por el presidente Trump sobre los países más exportadores (China, Alemania y otros países asiáticos y europeos), el sector manufacturero a nivel global, y, en segunda instancia, sobre las **perspectivas de crecimiento a nivel global**.

A pesar de la tregua entre EE.UU. y China acordada en la reunión del G20 de final de junio con el objetivo de volver a la mesa de negociación, el 1 de agosto Trump asustó a los mercados financieros con un tuit que anunciaba que EE.UU. aplicaría **tarifas del 10 % sobre importaciones desde China** por importe de \$ 300.000 millones a partir del 1 de septiembre. En el mensaje, Trump se quejó de la lentitud y actitud del gobierno chino en las negociaciones. La reacción de China fue inmediata, ya que pocos días después el Banco Popular de China anunció una **devaluación del yuan** superior al nivel psicológicamente importante de USD/CNY de 7. Posteriormente, EE.UU. reaccionó acusando a China formalmente de manipular su moneda e iniciar una **guerra de divisas**.

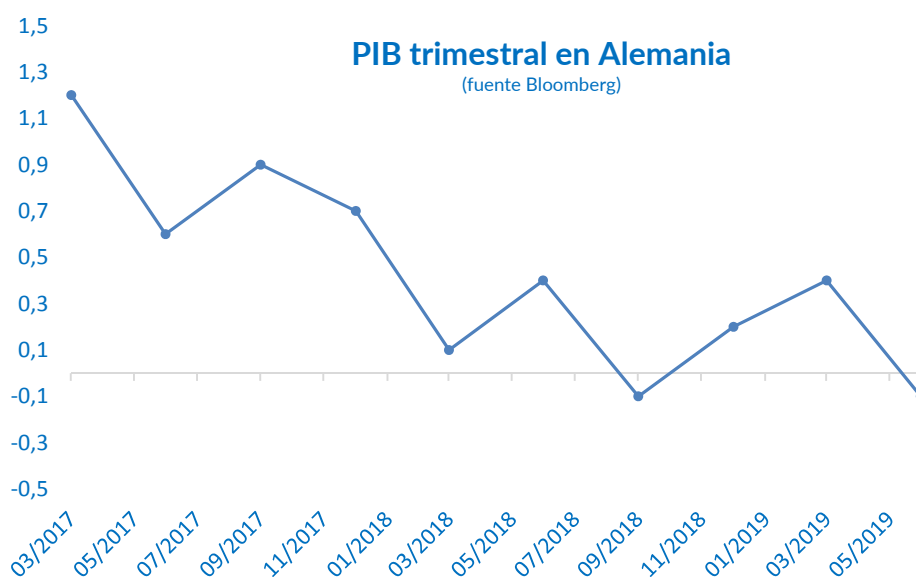
El 13 de agosto, la Administración americana, posiblemente con intención de reducir las tensiones, anunció que retrasaría la aplicación de la mencionada tarifa del 10 % hasta el 15 de diciembre. Desde entonces, varias declaraciones de ambos países indican que los equipos de negociación siguen trabajando.



(1) Como, por ejemplo, el *Informe Perspectivas Económicas y Financieras 2º semestre 2019*, disponible en su apartado de Banca Personal.

Las nuevas tensiones comerciales se produjeron en unas semanas en las que la publicación de varios **datos macroeconómicos** confirmó la **caída de la actividad industrial** a nivel global y la **desaceleración** de las principales **economías exportadoras** del mundo. En China vimos una importante caída del crecimiento de la producción industrial (+4,8 % anualizado respecto a +6,3 % del mes anterior). En Alemania se publicó una reducción de la confianza empresarial, índice ZEW, hasta mínimos de 2002 y una desaceleración del 0,1 % del PIB del 2º trimestre.

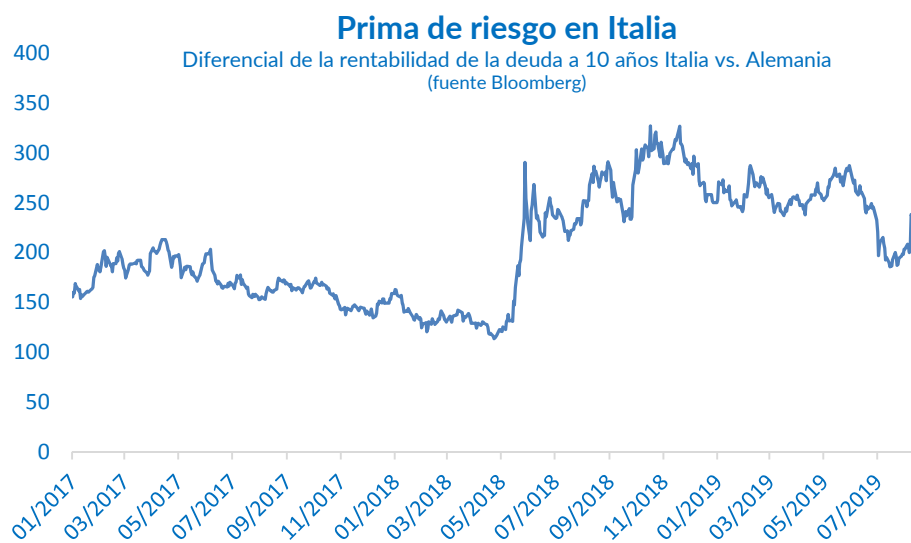
El ejemplo de Alemania pone de manifiesto, y es lo que preocupa a los inversores actualmente, que, a pesar de una relativa fortaleza de la demanda interna en muchos países desarrollados, las tensiones comerciales y la debilidad del sector manufacturero **pueden afectar paulatinamente al resto de los sectores** económicos y causar una **desaceleración global mayor de lo estimado** inicialmente.



En este entorno de preocupación entre los inversores internacionales, varios **riesgos políticos** añadieron volatilidad a los mercados.

En primer lugar, en **Gran Bretaña**, varias declaraciones del nuevo primer ministro conservador Boris Johnson diciendo que "brexit is brexit" y que su país saldría de la Unión Europea el 31 de octubre "de la forma que sea" motivaron nuevas correcciones en las bolsas europeas y en la libra esterlina ante el incremento de la probabilidad de un conflicto entre Londres y Bruselas que pueda causar un *hard brexit*. Posteriormente, otros parlamentarios, tanto del campo de los *tories* como el líder de los laboristas Corbyn, reaccionaron diciendo que intentarán impedir una salida sin acuerdo vía medidas parlamentarias. No obstante, con menos de dos meses antes de la fecha del 31 octubre acordada para el *brexit*, no hay duda de que el estilo agresivo de Johnson dificulta la negociación entre la UE y Gran Bretaña, y que sus intentos de suspender la actividad del Parlamento británico hasta mediados de octubre pueden limitar la capacidad de bloqueo de la oposición.

El segundo riesgo político europeo, **Italia**, después de un periodo de cierta calma que había reducido la prima de riesgo italiana, se despertó con la formalización de una moción de censura por parte Salvini, el líder de la Liga Norte, contra el gobierno de coalición entre su propio partido y el Movimiento 5 Estrellas. La ruptura del gobierno, que fue confirmada el pasado 20 de agosto con la dimisión del primer ministro Conte, y, sobre todo, el hecho de que la Liga Norte lidere los sondeos de intención de votos causaron preocupación en el mercado de bonos y un incremento de la prima respecto a la deuda alemana de 185 P.B. a 235 P.B.



Y, finalmente, el pasado lunes 12 de agosto, los mercados reaccionaron negativamente ante los resultados de las elecciones primarias en **Argentina**, en las que el presidente liberal Macri perdió frente al candidato peronista Alberto Fernández (apoyado por Cristina Fernández de Kirchner). Aunque el resultado debe interpretarse más bien como una encuesta de cara a las elecciones presidenciales del próximo 27 de octubre, el riesgo de una vuelta del peronismo sacudió a los mercados argentinos y causó una caída del 37 % de la bolsa y una depreciación del peso frente al dólar de un 15 %.

Las reacciones en los mercados financieros

La preocupación por la evolución de la economía mundial, las tensiones comerciales y los distintos factores de riesgo político afectaron a todas las tipologías de activos y a todas las zonas geográficas, aunque el **comportamiento fue muy dispar**.

En cuanto a los mercados de **renta variable**, se apreciaron caídas generalizadas, pero mucho más pronunciadas en los mercados emergentes (MSCI Emerging Market -8 % desde inicios de agosto hasta su mínimo de mediados de mes), afectados por la guerra comercial y el riesgo en Argentina, y en Europa (IBEX 35 y MIB Italia -7 % sobre el mismo periodo). El S&P 500 corrigió un 5 % en el periodo mencionado.

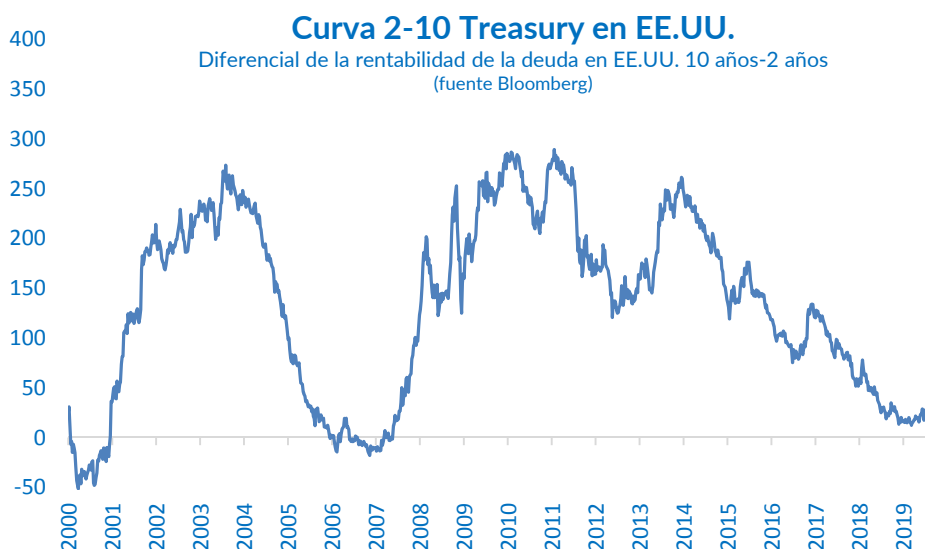
En el mercado de **divisas**, la incertidumbre política en Argentina creó movimientos de contagio a otras divisas emergentes y causó, en general, una ligera apreciación del dólar estadounidense como movimiento de refugio.

Pero el movimiento más destacado se produjo en el mercado de bonos. Siendo habitual que en caso de volatilidad financiera los flujos de refugio en búsqueda de seguridad causan caídas de las curvas de tipos de interés de EE.UU. y Europa, el movimiento de estas semanas de agosto fue muy intenso. En pocas sesiones, la rentabilidad del *bund* alemán a 10 años intensificó su entrada en terreno negativo desde -0,40 % a -0,70 %, la misma referencia que para la deuda española de 0,30 % a 0 % y movimientos similares en otras curvas europeas. Actualmente, toda la curva alemana desde 1 año hasta el plazo de 30 años se encuentra en rentabilidad negativa.

El movimiento más fuerte se produjo en EE.UU., donde, impulsado por un fuerte flujo de entrada de inversiones internacionales en búsqueda de tipos de interés positivos, la rentabilidad del *Treasury bond* a 10 años cayó del 2,05 % al 1,50 %, una repetición del mínimo histórico de los años 2012 y 2016.

En este movimiento de caída, la rentabilidad del bono a 10 años en EE.UU. se situó por debajo del nivel para el bono a 2 años, hecho que causó la denominada **curva invertida**, históricamente uno de los principales indicadores adelantados que estima la probabilidad de recesión a medio plazo. Aunque la teoría de la curva invertida no es ciencia exacta, ya que en varias ocasiones anteriores tal situación no fue seguida por una desaceleración económica, sí es indicador de la aversión al riesgo del mercado y de la incertidumbre sobre la evolución de la economía global a medio plazo.

Los movimientos a la baja de los tipos de interés reflejan **las expectativas** de los inversores sobre las **políticas monetarias** y en este sentido presiona a los bancos centrales.

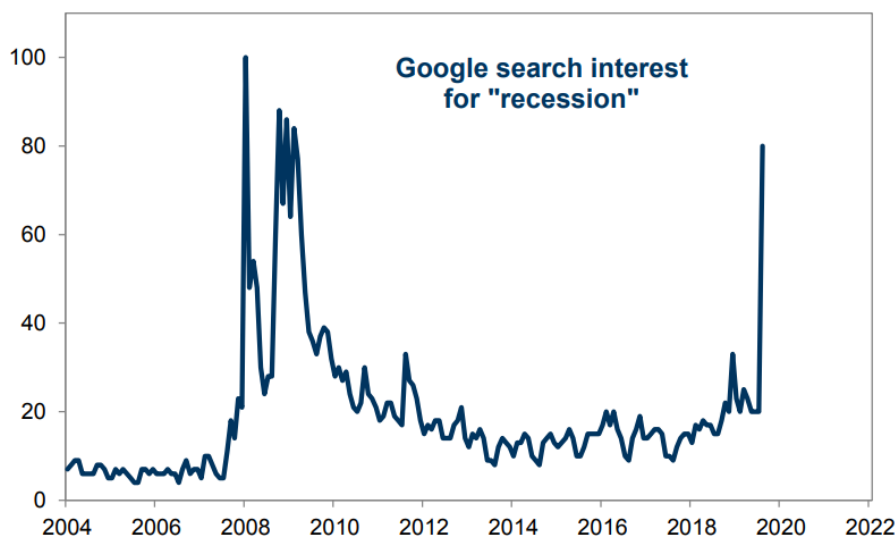


Factores de riesgo

Aunque, como en veranos anteriores, la falta de liquidez en los mercados puede sobredimensionar las fluctuaciones de los mercados financieros, los principales acontecimientos de estos meses sí ponen claramente de manifiesto **cuáles son las principales preocupaciones económicas y financieras**. ¿Cuál es el enlace de las **negociaciones comerciales** entre EE.UU. y China? ¿Causará la debilidad actual del sector manufacturero una **desaceleración a nivel mundial**? ¿Son las **autoridades chinas** capaces de estimular su economía? ¿Conseguirá el **BCE** reactivar el dinamismo económico europeo y las expectativas de inflación? ¿Habrá un impulso económico por la parte de la **política fiscal** en Alemania o la eurozona en general? ¿Cómo evolucionarán las distintas **incertidumbres políticas europeas** y cómo impactaron las soluciones positivas o negativas en los mercados?

En definitiva, un elevado número de incógnitas y factores de riesgo que explican el modo defensivo y la aversión de riesgo de los inversores en este época del año.

Nº de búsquedas en Google por “recesión” (base 100 en 2008)



Fuente: Google, Goldman Sachs Global Investment Research

Perspectivas a medio plazo

Pero ¿no son los inversores actualmente **excesivamente pesimistas**? ¿No descuentan los distintos mercados financieros unos escenarios demasiado **negativos**?

Analicemos los principales factores y veamos cuáles son los **distintos escenarios** que podremos contemplar en los próximos meses para ver qué consecuencias pueden tener en nuestros planes de inversión. Aunque, obviamente, la situación política en Italia y Gran Bretaña puede impactar negativamente en los mercados, Trump podría fracasar en su negociación con China, y aunque es cierto que muchos indicadores adelantados apuntan a una desaceleración económica, en nuestra opinión existen muchos factores **que pueden contribuir a una reducción de la aversión al riesgo y a un mayor ritmo de crecimiento en los próximos trimestres**.

Acuerdo comercial	Aunque el proceso de negociación entre EE.UU. y China está siendo complejo, se espera un acuerdo comercial en los próximos meses, principalmente porque ambos países lo necesitan: Trump, de cara a la campaña para su reelección en noviembre de 2020, y China, con el objetivo de defender su sector exportador.
Política monetaria	En las próximas reuniones de septiembre, tanto la FED como el BCE anunciarán en septiembre nuevas medidas de política monetaria expansiva con el objetivo de impulsar las expectativas de inflación y la actividad económica. Para EE.UU. se espera un nuevo recorte de los tipos de mínimo 25 P.B. y para la eurozona, un conjunto de medidas que incluirán un nuevo recorte de la tasa de la facilidad de depósitos y posiblemente una reactivación del QE.
Impulso fiscal	Gracias a una moderación del endeudamiento en los últimos años, varios países serán capaces de incrementar su estímulo fiscal. El mejor ejemplo de ello es Alemania, donde, desde la publicación del PIB del -0,1 % en el segundo trimestre, se han visto varias declaraciones políticas sobre la necesidad de un mayor impulso económico desde el Estado, en parte por las muy atractivas condiciones de financiación. Concretamente, el ministro de Finanzas confirmó que está preparando un paquete de medidas por importe del 1,5 % del PIB.
Economía en EE.UU.	A pesar de la debilidad del comercio internacional, gracias a la solidez del consumo, la economía estadounidense mantiene su ritmo de crecimiento, como muestran, por ejemplo, los últimos datos de las ventas minoristas. Adicionalmente, se observa que las actividades más sensibles a los tipos de interés, como, por ejemplo, la actividad inmobiliaria, muestran fortaleza. Los principales indicadores adelantados apuntan a que el PIB de EE.UU. crece actualmente a un ritmo aún superior al 2 %.
Curva 2-10	Aunque es cierto que la curva invertida 2-10 ha precedido históricamente a todas las recesiones en EE.UU., también es cierto que con el mismo número de observaciones ha dado señal errónea. Esta vez puede ser así, ya que la situación de tipos de interés bajos a nivel global ha creado una demanda adicional para los bonos americanos a largo plazo. Corrigiendo este efecto, la curva estaría lejos de invertirse.
Demanda interna	En muchos otros países desarrollados, la demanda interna (consumo) muestra indicios de fortaleza gracias al reducido nivel de desempleo y al paulatino crecimiento de los salarios. De la misma forma, en muchos países el sector servicios, hasta hoy, no se ve excesivamente impactado por la debilidad del sector industrial.
Condiciones financieras	Tanto la política monetaria como la reciente caída de las curvas de tipos de interés significan que las condiciones financieras en Europa y EE.UU. han mejorado sensiblemente, hecho que posiblemente ha creado un impacto positivo en las decisiones de inversión empresarial e inmobiliaria a medio plazo.
Brexit	El nombramiento de Boris Johnson como primer ministro ha incrementado el riesgo de un <i>hard brexit</i> , sobre todo al ver sus recientes intentos de suspender la actividad del Parlamento hasta mediados de octubre. Pero esto no significa que sea el escenario de mayor probabilidad. El plan A de Johnson es intentar negociar un nuevo acuerdo de <i>brexit</i> con la UE para una salida ordenada. Y según se ha visto en declaraciones tanto del partido laborista como del propio partido de Johnson, muchos parlamentarios se esforzarán en bloquear una salida sin acuerdo de forma parlamentario o a través de una moción de censura y elecciones. En resumen, el riesgo de un <i>hard brexit</i> ha incrementado, pero los escenarios de un nuevo retraso o un <i>brexit</i> ordenado continúan siendo más probables.
Italia	Para la crisis política en Italia se presentan básicamente tres escenarios. El primero sería el anuncio de nuevas elecciones en las que la Liga Norte intentaría conseguir una mayoría para gobernar en solitario. En este caso, previsiblemente se intensificaría el conflicto presupuestario con Bruselas. Un segundo escenario sería que el presidente Mattarella, con el objetivo de evitar dichas tensiones con la UE, intente convencer a Salvini de extender el actual gobierno durante un tiempo limitado. Similar a esta segunda opción, una tercera alternativa sería la creación de un gobierno tecnócrata con el objetivo de encauzar el déficit público para 2019 y convocar elecciones para 2020. Los dos últimos escenarios serían razonablemente positivos para los mercados financieros.

Conclusiones

En definitiva, nuevamente los inversores han vivido un verano de nervios, parcialmente causado por la menor liquidez en los mercados financieros en esta época, y parcialmente justificado por los distintos acontecimientos políticos, la intensificación de la guerra comercial y la preocupación por las perspectivas económicas globales.

Pero como hemos detallado, y aunque el **riesgo de una desaceleración económica existe**, creemos que también existe una gran cantidad de factores económicos, financieros y políticos que **podrían significar un impulso** para las expectativas económicas y, por tanto, de los activos de riesgo en los próximos trimestres.

Los distintos factores de riesgo obligan a cierta **prudencia** y a la disciplina de la **gestión activa** de su cartera de inversiones, con una adecuada **diversificación** entre tipología de activos, sectores y compañías. Pero con una cartera adecuada a su perfil de riesgo y un horizonte temporal a medio y largo plazo, consideramos que, teniendo en cuenta el actual pesimismo incorporado en los precios de algunos activos financieros y las oportunidades de mejora que pueden venir de los distintos factores mencionados, continúan existiendo razones para mantener posiciones en activos de riesgo.

DISCLAIMER

Caja de Ingenieros es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, en cuyo Registro Oficial de Bancos se encuentra inscrita con el número 3025, y se encuentra habilitada para la prestación de servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión a estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El presente documento constituye un informe de inversión elaborado por el Departamento de Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros, con fines meramente informativos, a los efectos de las normas de conducta aplicables a los servicios de inversión en España.

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los socios/clientes información general, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien Caja de Ingenieros no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada. Los destinatarios de la misma son invitados a solicitar dicha información adicional que pueda ser facilitada por Caja de Ingenieros en el curso de la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios del presente informe son invitados a tener en consideración dicha información adicional de forma coherente con su contenido.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, Caja de Ingenieros no se hace responsable del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes.

En ningún caso la información contenida en el presente documento se basará en consideraciones de las circunstancias personales de los destinatarios de dicha información y, asimismo, tampoco consistirá en recomendación personalizada para realizar la compra, venta, suscripción, canje, reembolso o el mantenimiento o aseguramiento de un instrumento financiero específico, como tampoco ejercitar o no cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para compra, venta, suscripción, canje o reembolso del mismo, sino que se trata de una información orientativa general.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros, estos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular.

Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

La información contenida en el presente informe hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.