

Per tercer any consecutiu, els inversors han viscut **un estiu volàtil en els mercats financers** amb correccions en les borses, en els mercats emergents i en els diferencials de crèdit, acompanyat pels habituals fluxos d'entrada en els actius de refugi com ara l'or, el dòlar dels EUA i el deute públic.

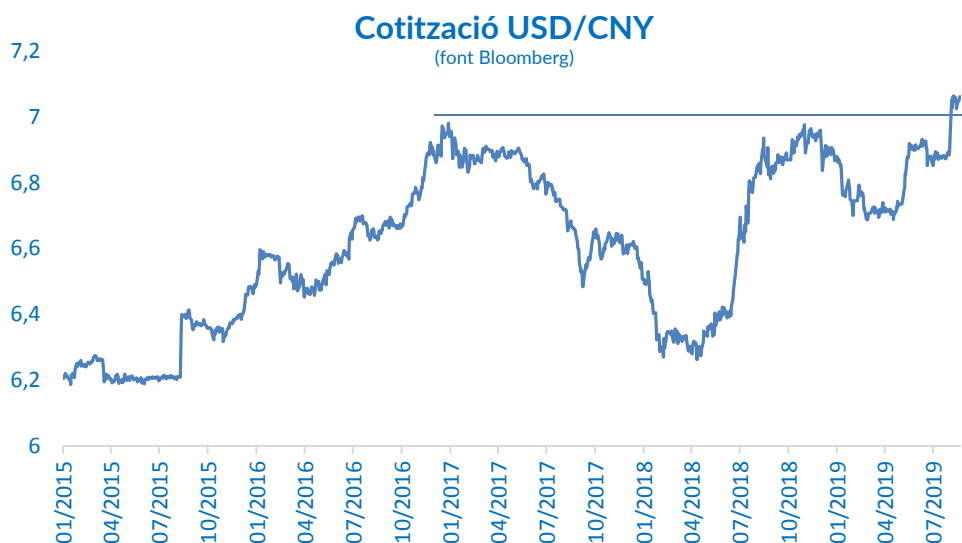
En aquest informe expliquem les raons principals de l'increment de l'aversion al risc i analitzem les perspectives dels diferents factors econòmics, financers i polítics, així com les conseqüències per a les expectatives financeres dels propers mesos.

Quines són les causes de la volatilitat d'aquest estiu?

Com ja vam comentar en comunicats anteriors, des de l'últim trimestre de l'any passat, existeix **preocupació sobre les conseqüències de la guerra comercial** iniciada pel president Trump sobre els països més exportadors (Xina, Alemanya i altres països asiàtics i europeus), el sector manufacturer en l'àmbit global, i, en segona instància, sobre les **perspectives de creixement en l'àmbit global**.

Malgrat la treva entre els EUA i la Xina acordada en la reunió del G20 de final de juny amb l'objectiu de tornar a la taula de negociació, l'1 d'agost Trump va espantar els mercats financers amb un tuit en què anunciava que els EUA aplicarien **tarifes del 10 % sobre importacions des de la Xina** per import de \$ 300.000 milions a partir de l'1 de setembre. En el missatge, Trump es va queixar de la lentitud i l'actitud del govern xinès en les negociacions. La reacció de la Xina va ser immediata, ja que pocs dies després el Banc Popular de la Xina va anunciar una **devaluació del iuan** superior al nivell psicològicament important de USD/CNY de 7. Posteriorment, els EUA van reaccionar acusant la Xina formalment de manipular la seva moneda i iniciar una **guerra de divises**.

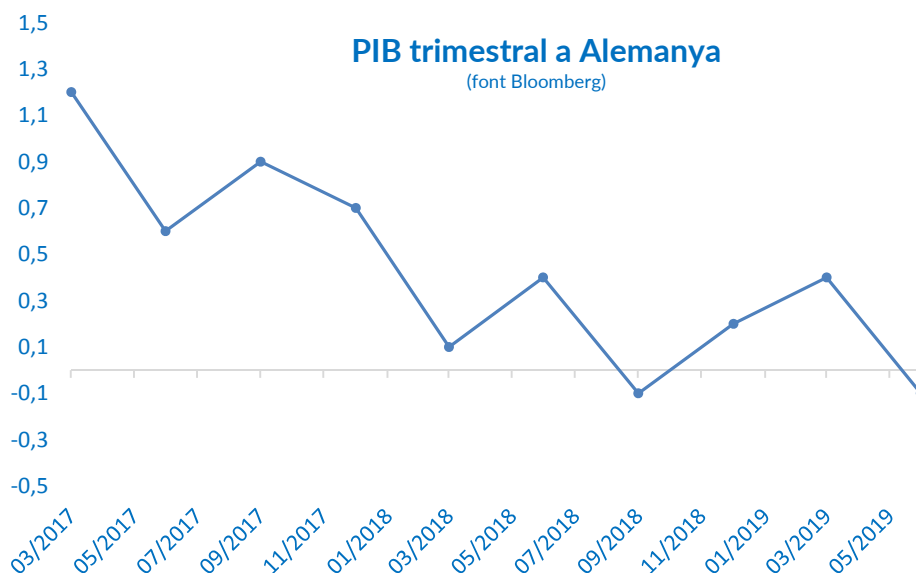
El 13 d'agost, l'Administració americana, possiblement amb intenció de reduir les tensions, va anunciar que retardaria l'aplicació de l'esmentada tarifa del 10 % fins al 15 de desembre. Des d'aleshores, diverses declaracions dels dos països indiquen que els equips de negociació continuen treballant-hi.



(1) Com per exemple l'*Informe Perspectives Econòmiques i Financeres 2n semestre 2019*, disponible en el seu apartat de Banca Personal.

Les noves tensions comercials es van produir en unes setmanes en què la publicació de diverses **dades macroeconòmiques** va confirmar la **caiguda de l'activitat industrial** en l'àmbit global i la **desacceleració** de les principals **economies exportadores** del món. A la Xina vam veure una caiguda important del creixement de la producció industrial (+4,8 % anualitzat respecte a +6,3 % del mes anterior). A Alemanya es va publicar una reducció de la confiança empresarial, índex ZEW, fins a mínims de 2002 i una desacceleració del 0,1 % del PIB del 2n trimestre.

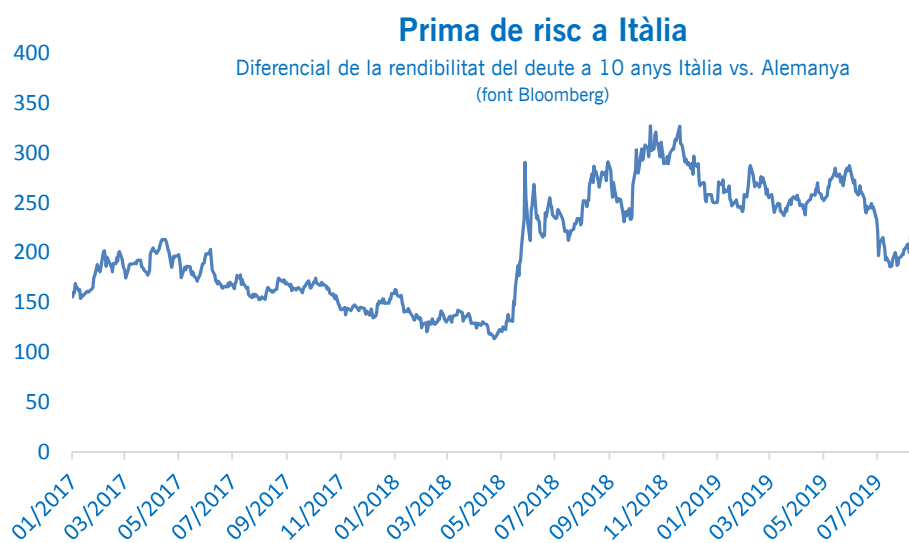
L'exemple d'Alemanya posa de manifest, i és el que preocupa els inversors actualment, que, malgrat una relativa fortalesa de la demanda interna en molts països desenvolupats, les tensions comercials i la debilitat del sector manufacturer **poden afectar gradualment la resta dels sectors** econòmics i causar una **desacceleració global més gran d'allò que s'havia estimat** inicialment.



En aquest entorn de preocupació entre els inversors internacionals, diversos **riscos polítics** van afegir volatilitat en els mercats.

En primer lloc, a la **Gran Bretanya**, diverses declaracions del nou primer ministre conservador Boris Johnson dient que "Brexit is Brexit" i que el seu país sortiria de la Unió Europea el 31 d'octubre "de la forma que sigui" van motivar noves correccions en les borses europees i en la lliura esterlina davant de l'increment de la probabilitat d'un conflicte entre Londres i Brussel·les que pugui causar un *hard Brexit*. Posteriorment, altres parlamentaris, tant del camp dels *tories* com el líder dels laboristes Corbyn, van reaccionar dient que intentaràn impedir una sortida sense acord via mesures parlamentàries. No obstant això, amb menys de dos mesos abans de la data del 31 d'octubre acordada per al Brexit, no hi ha dubte que l'estil agressiu de Johnson dificulta la negociació entre la UE i la Gran Bretanya, i que els seus intents de suspendre l'activitat del Parlament britànic fins a mitjan octubre poden limitar la capacitat de bloqueig de l'oposició.

El segon risc polític europeu, **Itàlia**, després d'un període de certa calma que havia reduït la prima de risc italiana, es va despertar amb la formalització d'una moció de censura per part Salvini, el líder de la Lliga Nord, contra el govern de coalició entre el seu mateix partit i el Moviment 5 Estrelles. La ruptura del govern, que va ser confirmada el passat 20 d'agost amb la dimissió del primer ministre Conte, i, sobretot, el fet que la Lliga Nord lideri els sondejos d'intenció de vots van causar preocupació en el mercat de bons i un increment de la prima respecte al deute alemany de 185 p.b. a 235 p.b.



I, finalment, el dilluns passat 12 d'agost, els mercats van reaccionar negativament davant dels resultats de les eleccions primàries a l'**Argentina**, en les quals el president liberal Macri va perdre davant del candidat peronista Alberto Fernández (avalat per Cristina Fernández de Kirchner). Encara que el resultat s'ha d'interpretar més aviat com una enquesta de cara a les eleccions presidencials del proper 27 d'octubre, el risc d'una tornada del peronisme va sacsejar els mercats argentins i va causar una caiguda del 37 % de la borsa i una depreciació del pes davant del dòlar d'un 15 %.

Les reaccions en els mercats financers

La preocupació per l'evolució de l'economia mundial, les tensions comercials i els diferents factors de risc polític van afectar totes les tipologies d'actius i totes les zones geogràfiques, encara que el **comportament va ser molt dispar**.

Pel que fa als mercats de **renda variable**, es van apreciar caigudes generalitzades, però molt més pronunciades en els mercats emergents (MSCI Emerging Market -8 % des d'inicis d'agost fins al seu mínim de mitjan mes), afectats per la guerra comercial i el risc a l'Argentina, i a Europa (IBEX 35 i MIB Itàlia -7 % sobre el mateix període). L'S&P 500 va corregir un 5 % en el període esmentat.

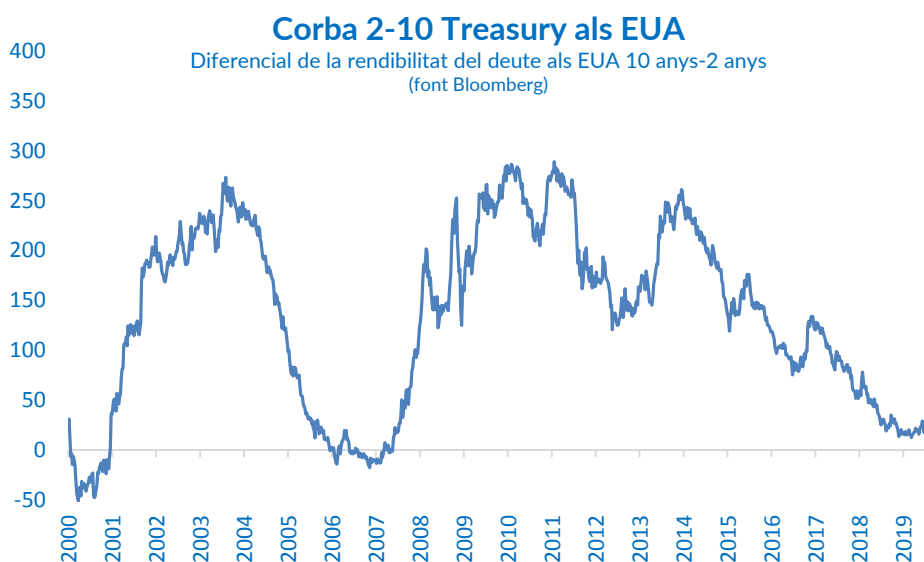
En el mercat de **divises**, la incertesa política a l'Argentina va crear moviments de contagi a altres divises emergents i va causar, en general, una apreciació lleugera del dòlar dels EUA com a moviment de refugi.

Però el moviment més destacat es va produir en el mercat de bons. Sent habitual que en cas de volatilitat financera els fluxos de refugi a la recerca de seguretat causen caigudes de les corbes de tipus d'interès dels EUA i Europa, el moviment d'aquestes setmanes d'agost va ser molt intens. En poques sessions, la rendibilitat del *bund* alemany a 10 anys va intensificar la seva entrada en terreny negatiu des de -0,40 % a -0,70 %, la mateixa referència que per al deute espanyol de 0,30 % a 0 % i moviments similars en altres corbes europees. Actualment, tota la corba alemanya des d'1 any fins al termini de 30 anys es troba en rendibilitat negativa.

El moviment més fort es va produir als EUA, on, impulsat per un fort flux d'entrada d'inversions internacionals a la recerca de tipus d'interès positius, la rendibilitat del *Treasury bond* a 10 anys va caure del 2,05 % a l'1,50 %, una repetició del mínim històric dels anys 2012 i 2016.

En aquest moviment de caiguda, la rendibilitat del bo a 10 anys als EUA es va situar per sota del nivell per al bo a 2 anys, fet que va causar la denominada **corba invertida**, històricament un dels principals indicadors avançats que estima la probabilitat de recessió a mitjà termini. Encara que la teoria de la corba invertida no és ciència exacta, ja que en diverses ocasions anteriors aquesta situació no va ser seguida per una desacceleració econòmica, sí que és indicador de l'aversion al risc del mercat i de la incertesa sobre l'evolució de l'economia global a mitjà termini.

Els moviments a la baixa dels tipus d'interès reflecteixen **les expectatives** dels inversors sobre les **polítiques monetàries** i en aquest sentit pressiona els bancs centrals.

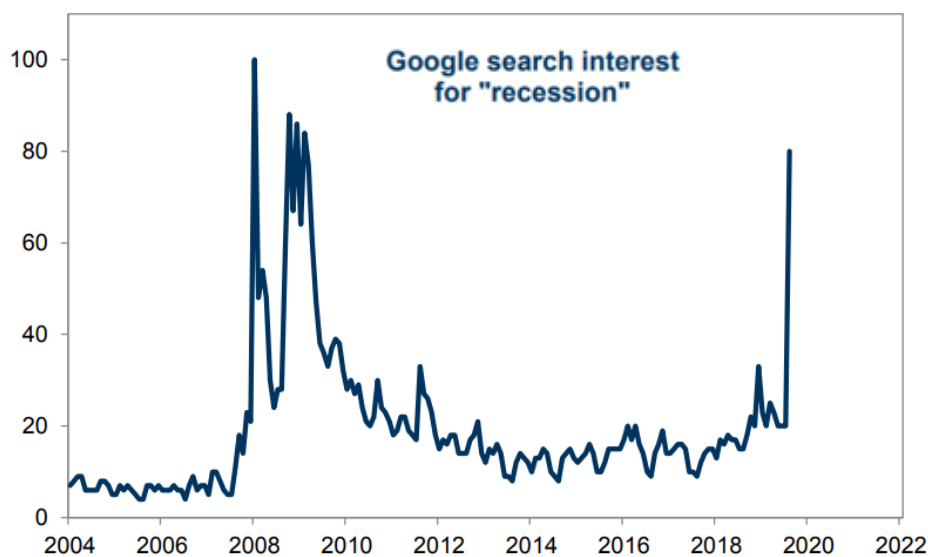


Factors de risc

Encara que, com en estius passats, la falta de liquiditat en els mercats pot sobredimensionar les fluctuacions dels mercats financers, els principals esdeveniments d'aquests mesos sí que posen clarament de manifest **quines són les principals preocupacions econòmiques i financeres**. Quin és l'enllaç de les **negociacions comercials** entre els EUA i la Xina? Causarà la debilitat actual del sector manufacturer una **desacceleració a nivell mundial**? Són les **autoritats xineses** capaces d'estimular la seva economia? Aconseguirà el **BCE** reactivar el dinamisme econòmic europeu i les expectatives d'inflació? Hi haurà un impuls econòmic per la part de la **política fiscal** a Alemanya o a la zona euro en general? Com evolucionaran les diferents **incerteses polítiques europees** i com van impactar les solucions positives o negatives en els mercats?

En definitiva, un elevat nombre d'incògnites i factors de risc que expliquen la manera defensiva i l'aversion de risc dels inversors en aquest època de l'any.

Nombre de recerques a Google per "recessió" (base 100 el 2008)



Font: Google, Goldman Sachs Global Investment Research

Perspectives a mitjà termini

Però no són els inversors actualment **excessivament pessimistes**? No descompten els diferents mercats financers uns escenaris massa **negatius**?

Analitzem els principals factors i vegem quins són els **diferents escenaris** que podrem presenciar en els propers mesos per tal de veure quines conseqüències poden tenir en els nostres plans d'inversió. Encara que, òbviament, la situació política a Itàlia i a la Gran Bretanya pot impactar negativament en els mercats, Trump podria fracassar en la seva negociació amb la Xina, i encara que és cert que molts indicadors avançats apunten a una desacceleració econòmica, segons la nostra opinió hi ha molts factors **que poden contribuir a una reducció de l'aversió al risc** i a un ritme de creixement **més gran en els pròxims trimestres**.

Acord comercial	Encara que el procés de negociació entre els EUA i la Xina està sent complex, s'espera un acord comercial en els propers mesos, principalment perquè els dos països ho necessiten: Trump, de cara a la campanya per a la seva reelecció el novembre de 2020, i la Xina, amb l'objectiu de defensar el seu sector exportador.
Política monetària	En les pròximes reunions de setembre, tant la FED com el BCE anunciaran al setembre noves mesures de política monetària expansiva amb l'objectiu d'impulsar les expectatives d'inflació i l'activitat econòmica. Per als EUA s'espera una nova retallada dels tipus de mínim 25 p.b. i per a la zona euro, un conjunt de mesures que inclouran una nova retallada de la taxa de la facilitat de dipòsits i possiblement una reactivació del QE.
Impuls fiscal	Gràcies a una moderació de l'endeutament en els últims anys, diversos països seran capaços d'incrementar el seu estímul fiscal. El millor exemple d'això és Alemanya, on, des de la publicació del PIB del -0,1 % en el segon trimestre, s'han vist diverses declaracions polítiques sobre la necessitat d'un impuls econòmic més gran des de l'Estat, en part per les molt atractives condicions de finançament. Concretament, el ministre de Finances va confirmar que està preparant un paquet de mesures per import de l'1,5 % del PIB.
Economia als EUA	Malgrat la debilitat del comerç internacional, gràcies a la solidesa del consum, l'economia nord-americana manté el seu ritme de creixement, com mostren, per exemple, les últimes dades de les vendes minoristes. Addicionalment, s'observa que les activitats més sensibles als tipus d'interès, com, per exemple, l'activitat immobiliària, mostren fortalesa. Els principals indicadors avançats apunten que el PIB dels EUA creix actualment a un ritme encara superior al 2 %.
Corba 2-10	Encara que és cert que la corba invertida 2-10 ha precedit històricament totes les recessions als EUA, també és cert que amb el mateix nombre d'observacions ha donat senyal erroni. Aquesta vegada pot ser així, ja que la situació de tipus d'interès baixos en l'àmbit global ha creat una demanda addicional per als bons americans a llarg termini . Corregint aquest efecte, la corba estaria lluny d'invertir-se.
Demanda interna	A molts altres països desenvolupats, la demanda interna (consum) mostra indicis de fortalesa gràcies al nivell reduït d'atur i al creixement gradual dels salaris. De la mateixa manera, a molts països el sector serveis, fins avui, no es veu excessivament impactat per la debilitat del sector industrial.
Condicions financeres	Tant la política monetària com la caiguda recent de les corbes de tipus d'interès signifiquen que les condicions financeres a Europa i als EUA han millorat sensiblement, fet que possiblement ha creat un impacte positiu en les decisions d'inversió empresarial i immobiliària a mitjà termini.
Brexit	El nomenament de Boris Johnson com a primer ministre ha incrementat el risc d'un <i>hard Brexit</i> , sobretot en veure els seus intents recents de suspendre l'activitat del Parlament fins a mitjan octubre. Però això no significa que sigui l'escenari de més probabilitat. El pla A de Johnson és intentar negociar un nou acord de Brexit amb la UE per a una sortida ordenada. I segons s'ha vist en declaracions tant del partit laborista com del mateix partit de Johnson, molts parlamentaris s'esforçaran a bloquejar una sortida sense acord de forma parlamentari o a través d'una moció de censura i eleccions. En resum, el risc d'un <i>hard Brexit</i> ha incrementat, però els escenaris d'un nou retard o un Brexit ordenat continuen sent més probables.
Itàlia	Per a la crisi política a Itàlia es presenten bàsicament tres escenaris. El primer seria l'anunci de noves eleccions en les quals la Lliga Nord intentaria aconseguir una majoria per governar en solitari. En aquest cas, previsiblement s'intensificaria el conflicte pressupostari amb Brussel·les. Un segon escenari seria que el president Mattarella, amb l'objectiu d'evitar les esmentades tensions amb la UE, intenti convèncer Salvini d'estendre l'actual govern durant un temps limitat. Similar a aquest segona opció, una tercera alternativa seria la creació d'un govern tecnòcrata amb l'objectiu d'encarrilar el dèficit públic per al 2019 i convocar eleccions per al 2020. Els dos últims escenaris serien raonablement positius per als mercats financers.

Conclusions

En definitiva, els inversors han viscut novament un estiu de nervis, parcialment causat per la liquiditat més baixa en els mercats financers en aquesta època, i parcialment justificat pels diferents esdeveniments polítics, la intensificació de la guerra comercial i la preocupació per les perspectives econòmiques globals.

Però com hem detallat, i encara que el **risc d'una desacceleració econòmica existeix**, creiem que també existeix una gran quantitat de factors econòmics, financers i polítics que **podrien significar un impuls** per a les expectatives econòmiques i, per tant, dels actius de risc en els pròxims trimestres.

Els diferents factors de risc obliguen a certa **prudència** i a la disciplina de la **gestió activa** de la seva cartera d'inversions, amb una **diversificació** adequada entre tipologia d'actius, sectors i companyies. Però amb una cartera adequada al seu perfil de risc i un horitzó temporal a mitjà i llarg termini, considerem que, tenint en compte l'actual pessimisme incorporat en els preus d'alguns actius financers i les oportunitats de millora que poden venir dels diferents factors esmentats, continuen havent-hi raons per mantenir posicions en actius de risc.

DISCLAIMER

Caixa d'Enginyers és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, està inscrita en el Registre Oficial de Bancs amb el número 3025 i està habilitada per a la prestació de serveis d'inversió a clients a Espanya, sota la supervisió a aquests efectes de la Comissió Nacional del Mercat de Valors.

Aquest document constitueix un informe d'inversió elaborat pel Departament de Mercat de Capitals de Caixa d'Enginyers, amb finalitats merament informatives, als efectes de les normes de conducta aplicables als serveis d'inversió a Espanya.

L'informe s'ha fet amb la finalitat de proporcionar als socis/clients informació general, a la seva data d'emissió, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé Caixa d'Enginyers no garanteix ni es responsabilitza de la seva seguretat.

És possible que la informació es pugui referir a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals hi hagi informació addicional en documentació separada. Els seus destinataris són convidats a sol·licitar l'esmentada informació addicional que pugui ser facilitada per Caixa d'Enginyers en el curs de la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, els destinataris d'aquest informe són convidats a tenir en consideració l'esmentada informació addicional de forma coherent amb el seu contingut.

El contingut dels informes en cap cas no constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, Caixa d'Enginyers no es fa responsable del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes.

En cap cas, la informació continguda en aquest document no es basarà en consideracions de les circumstàncies personals dels destinataris de l'esmentada informació i, així mateix, tampoc no consistirà en recomanació personalitzada per realitzar la compra, venda, subscripció, canvi, reemborsament o el manteniment o assegurances d'un instrument financer específic, com tampoc exercitar o no qualsevol dret conferit per un instrument financer determinat per a compra, venda, subscripció, canvi o reemborsament d'aquest instrument, sinó que es tracta d'una informació orientativa general.

Pel que fa als preus objectius que es puguin desprendre de l'anàlisi efectuada pel Departament de Mercat de Capitals de Caixa d'Enginyers, aquests preus queden subjectes a criteris d'anàlisi fonamental i tècnica, ponderant en cada cas els mètodes que, en funció de la seva pròpia opinió, s'adeqüen millor a cada companyia en particular.

Tret d'indicació expressa en contra, tots els preus objectius es fixen amb un horitzó temporal de 12 mesos des del moment de publicació dels informes. Els preus objectius no impliquen compromisos de revaloració, ni han de ser entesos com a indicacions ni recomanacions d'inversió.

La informació continguda en aquest informe fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no pot considerar-se com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com a garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o resultats futurs.