

# Entorno global y perspectivas en los mercados

Durante los últimos dos meses, y especialmente en enero de 2016, el hundimiento de la confianza en la recuperación global se ha traducido en un fuerte castigo a los activos con mayor componente de riesgo (bolsas, crédito *high yield*, activos emergentes) y en una caída de los niveles de tipos de interés de las principales economías desarrolladas. La intensidad del movimiento hace conveniente reflexionar sobre las principales variables que definen el entorno económico financiero mundial, con el fin de redefinir los ejes de nuestro escenario central (aun moderadamente optimista) y el posicionamiento en activos financieros de él derivado.

Nereida González

Las cinco variables clave que fundamentarán la evolución cíclica global y de los mercados podrían ser los que siguen:

## DESACELERACIÓN EN CHINA

China se encuentra inmersa en una transición de su modelo de crecimiento económico, que se refleja en el lento pero gradual avance del sector terciario, al tiempo que los excesos de capacidad mantienen a la industria en recesión. La transición está siendo más lenta de lo esperado, derivando en una moderación algo más intensa del ritmo de crecimiento.

El fuerte endeudamiento acumulado en la década de expansión previa a 2010, que se enfrenta ahora a rendimientos decrecientes o incluso negativos, está provocando (y seguirá haciéndolo) un aumento de la morosidad empresarial. Esta podría ser la principal fuente de riesgo que amenaza la estabilidad financiera de la economía China.

Este entorno ha derivado en fuertes presiones de salida de capitales privados (de residentes y de



inversores extranjeros). Con el yuan en niveles muy apreciados (en términos de tipo de cambio efectivo), la presión depreciadora está siendo intensa. Las intervenciones del PBoC para modular la velocidad de depreciación del yuan se traducen en una caída de reservas, que supera ya los 600.000 millones de dólares desde verano de 2015.

Nuestro escenario contempla una depreciación adicional del yuan que no será desordenada ni desestabilizadora (5%-7% a 12 meses vista).

**COBROS Y PAGOS**

OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente

## EL CICLO Y SENDA DE TIPOS DE INTERÉS EN EEUU

Consideramos que la economía de EEUU cuenta con la robustez suficiente como para superar el bache cíclico (en un ciclo ya avanzado) que ha supuesto la combinación de tres shocks adversos en los últimos doce meses. El primero procede del impacto que el hundimiento de los precios de la energía ha tenido sobre la industria del *fracking*, que actualmente está derivando en un ajuste de capacidad instalada con aumento fuerte de las quiebras.

Los otros dos factores están íntimamente relacionados con las expectativas de política monetaria en EEUU: la apreciación del dólar (que en términos efectivos nominales supera el 20% en el último año) ha ido paralela al descuento de subidas de tipos de interés por parte de la Fed. En un entorno de inflación muy controlada, las condiciones financieras se han tensionado de forma bastante intensa, haciendo parte del trabajo a la Fed.

El efecto conjunto de estas tres variables ha provocado que, desde el cuarto trimestre de 2015, la economía de EEUU esté atravesando un período de bajo crecimiento, liderado por la fuerte desaceleración del sector exterior y las manufacturas, que a su vez han retrasado el avance de la inversión en el PIB. Por el momento, dada la fortaleza del mercado laboral (indicador por lo general retrasado) el consumidor mantiene unos niveles de confianza muy elevados, que se traducen en niveles de avance del consumo privado aún muy saludables y en cierta presión salarial.

Con una Fed más acomodaticia y los fundamentales del consumidor americano aún sólidos (endeudamiento bajo control y niveles de servicio de la deuda en mínimos), confiamos en que el bache de crecimiento se ciña al periodo entre el cuarto trimestre de 2015 y el segundo trimestre del 2016 y que a partir del verano esta economía recupere niveles de crecimiento ligeramente supe-

riores al 2% en tasa trimestral anualizada. Sólo para entonces podemos esperar que el mercado ponga de nuevo en precio una senda mínimamente agresiva para la Fed.

## SITUACIÓN Y PERSPECTIVA PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

La fuerte desaceleración del sector secundario en China y, por tanto, el hundimiento de las importaciones de materias primas de las principales economías emergentes (muy dependientes de su sector exterior), se han unido a la apreciación del dólar y las subidas de tipos de mercado en ésta divisa para determinar la salida masiva de flujos de capital desde economías emergentes en 2015.

Con China en una transición lenta hacia un modelo que generará menor efecto «pull» de economías emergentes, éstas necesitan transitar hacia un cambio estructural de sus modelos de crecimiento que permita asentar las bases para un mantenimiento de niveles de avance del PIB cercanos a su potencial.

Esta transición se hará desde una posición de elevado endeudamiento en divisa fuerte, sobre todo a nivel corporativo. Aunque es cierto que los avances en gobernanza y en capacidad de gestión monetaria y fiscal permiten manejar un escenario de ausencia de crisis de balanza de pagos en las principales economías emergentes, no podemos ser optimistas de cara a una recuperación rápida de la actividad económica a nivel general en el área.

En todo caso, las variables financieras emergentes descuentan ya un escenario muy negativo, quizás en exceso. Nuestro escenario de cara a 2016-17 pasa por una continuidad del crecimiento sub-par en el conjunto de economías emergentes paralela a una cierta estabilización de sus constantes vitales en términos de variables financieras. Esta estabilización se vería reflejada, principalmente, en tipos de cambio frente al dólar y el euro más estables, producto de una velocidad de salidas de capitales inferior a la experimentada en 2015.

### COBROS Y PAGOS

OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO  
UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO  
UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: reduce costes, tiempos y espacios de trabajo, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: COBROS y PAGOS.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



## LA EVOLUCIÓN DEL ÁREA EURO, DONDE LOS TEMORES A UN ESCENARIO DE ESTANCAMIENTO SECULAR SON MÁS ELEVADOS

La mejoría del ciclo en el área euro sigue su curso liderada por el consumo, apoyado en unas condiciones financieras ultra-laxas y elevados niveles de confianza de consumidores y empresas. En todo caso, la aceleración es inferior a la esperada por el consenso de analistas, instituciones internacionales y el propio BCE hace unos meses. A pesar de los vientos de cola proporcionados por los precios de la energía (posición neta importadora), la gradual recuperación del crédito bancario y financiación en los mercados de capitales, la insuficiente recuperación de la inversión (privada y pública) sigue sin permitir reducir los niveles de paro de forma notable.

Diversos factores externos e internos neutralizan parcialmente la provisión de estímulos por parte del BCE: la reciente apreciación global del euro, la mayor tasa de apertura a un comercio mundial que se desacelera (China y emergentes), la ausencia de avances en materia de unión fiscal y política (en la línea del informe de los cinco presidentes) y las renovadas dudas sobre la capacidad del -cada vez menos rentable- sector bancario europeo de actuar como canal multiplicador de los estímulos monetarios.

Si bien el BCE seguirá explorando los límites de su capacidad de estímulo, son lógicas las dudas que apuntan a que, en el actual entorno global de elevada incertidumbre, será difícil recuperar expectativas de mayor crecimiento e inflación a medio y largo plazo sólo con la palanca monetaria.

La materialización de impulsos más allá de las acciones tomadas por el BCE es necesaria para acallar las voces que sitúan al área euro como principal ejemplo de la hipótesis del estancamiento secular. En este sentido, son bienvenidos tanto el gradual giro de la Comisión Europea hacia menor austeridad, la expansión del gasto en inversión

## ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-mar-16	29-feb-16	BMK	AFI vs BMK
Liquidez	5	5	5	0
Monetarios USD	6	8	0	6
Monetarios GBP	2	0	0	2
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>8</b>
DP Corto EUR	2	2	30	-28
DP Largo EUR	7	7	15	-8
DP USD	0	0	0	0
RF Investment Grade	2	2	10	-8
RF High Yield	15	15	5	10
RF Emergente	7	7	0	7
RF Convertible	7	7	0	7
<b>Renta fija</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>60</b>	<b>-20</b>
RV EUR	27	29	12	15
RV EEUU	2	0	12	-10
RV Japón	10	10	3	7
RV Emergente	0	1	3	-3
<b>Renta variable</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>9</b>
Ret. Abs. Conservador	4	4	5	-1
Gestión Alternativa	0	0	0	0
Materias Primas	4	3	0	4
<b>Gestión alternativa</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>3</b>

Fuente: Afi.

inteligente que implica el plan Juncker, y las llamadas a la intensificación de las reformas estructurales que permitan elevar el crecimiento potencial del área.

Nuestras expectativas de recuperación del crecimiento económico son muy moderadas de cara a 2016-17 (crecimientos del orden del 1,7% para el conjunto del área, con inflación por debajo del objetivo del BCE).

## LAS PERSPECTIVAS PARA LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

Aunque el impacto global (productores frente a importadores) sea relativamente neutral, la preocupación por la coincidencia del movimiento a la baja en el precio del crudo con las continuas revisiones de expectativas de crecimiento, puede haber exacerbado la percepción de una intensa caída de demanda global.

En el rápido hundimiento de los precios del crudo acaecido desde el pasado verano tiene, en nuestra opinión, más peso el componente de oferta que el de demanda. Hay varios factores estructurales que permiten pensar en que los precios del

## COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO  
UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO  
UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: reduce costes, tiempos y espacios de trabajo, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: COBROS y PAGOS.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**  
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)  
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**  
- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)  
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



crudo serán más bajos a futuro en relación a sus niveles históricos: (i) afloramiento masivo de reservas elimina escenario «*peak oil*», (ii) intensidad de uso decreciente por unidad de PIB, (iii) técnicas de extracción más eficientes y (iv) compromisos a medio y largo plazo relacionados con el cambio climático.

En todo caso, han sido factores de corte más coyuntural los que han provocado su rápido hundimiento, sobre todo la rápida expansión de la capacidad de producción que ha tenido lugar en los últimos cinco años (nuevas técnicas, nuevos productores) y la lucha por cuota de mercado en la que se han embarcado los principales productores, sobre todo aquellos con un coste de extracción más bajo (Arabia Saudí, etc.).

Nuestro escenario de precios del crudo para 2016-17 es una ligera recuperación de los precios en torno a los 40 – 50 dólares por barril. En todo caso, niveles de equilibrio muy inferiores a la media de los últimos años y que no constituyen motivo suficiente para generar presiones inflacionistas de calado.

Con este escenario, consideramos que el BCE y el Banco de Japón seguirán viéndose forzados a in-

crementar medidas de estímulo. El Banco de Inglaterra optará por seguir retrasando en el tiempo cualquier medida restrictiva y la Fed aplazará por varios meses la continuidad de las subidas de tipos.

#### MERCADOS FINANCIEROS

Mantenemos el perfil de riesgo de la cartera, si bien modificamos su composición ante el nuevo entorno. Reducimos la exposición a la renta variable emergente y aumentamos la exposición a renta variable americana para beneficiarnos tanto de los atractivos niveles de ésta como de su escasa correlación con la renta variable europea.

Aumentamos levemente la exposición a materias primas: a estos niveles de precio del barril Brent vemos margen para que una mayor coordinación entre los productores de petróleo que presione los precios al alza.

En cuanto a la gestión de la liquidez, aumentamos la exposición a la libra esterlina (GBP). A medio largo plazo, creemos que el Brexit no tendrá lugar y la situación cercana al pleno empleo de la economía británica provocará un adelanto de las expectativas de subida de tipos ::

### COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagaré por cuenta corriente

