

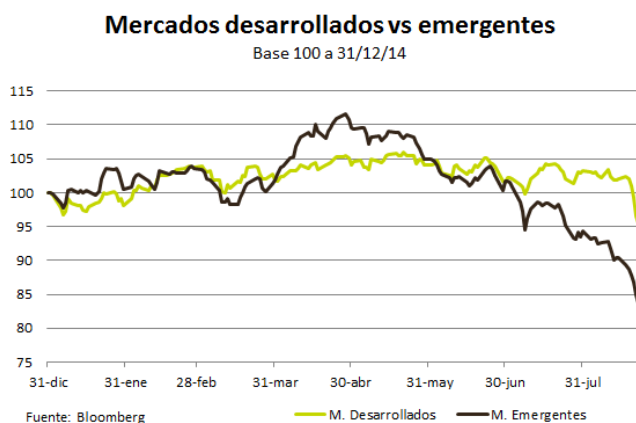
## China provoca un exceso de aversión al riesgo

### ¿Sobrerreacción de los mercados?

Los mercados financieros globales han pasado por alto la estabilización de la crisis griega tras los avances en el plan de rescate (uno de los mayores riesgos para la economía mundial en 2015 parece desactivado) y están sufriendo un **fuerte shock de aversión al riesgo debido a la incertidumbre que rodea actualmente la situación económica y financiera de China**. La devaluación por sorpresa del yuan y el hundimiento de la bolsa han puesto en **duda que los responsables políticos y económicos chinos tengan el control de la situación** y se han activado los temores a una recaída recesiva global arrastrada por un aterrizaje brusco de la economía China.

Los **mercados financieros** internacionales están sufriendo un fuerte y rápido ajuste:

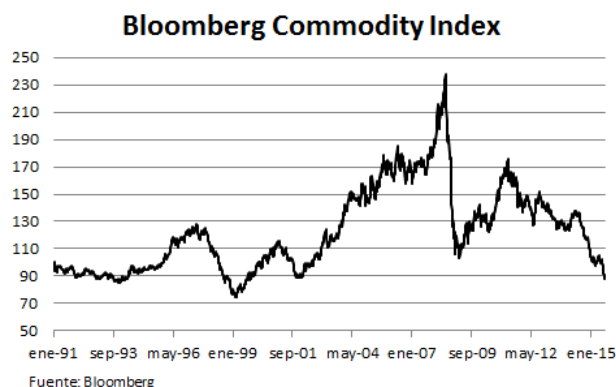
- **Las bolsas mundiales han registrado abultadas pérdidas** en las cinco últimas sesiones: del 9% en los mercados desarrollados y del 10% en los emergentes. **Sobresale la caída de la bolsa china**, de un 20% en el mismo periodo y del 43% desde su máximo de mediados de junio.



- **Las divisas de las principales economías emergentes han acentuado su deterioro**, alcanzando en algunos casos mínimos históricos frente al dólar (peso colombiano, peso mexicano y rand sudafricano). En la siguiente tabla se recogen las divisas cuya depreciación frente al dólar es superior al 10% en los últimos 12 meses.

		Variación en:		
Mercados emergentes (por USD)		12 mes	3 mes	En año
Rublo ruso	RUB	-48,25	-28,42	-13,08
Peso colombiano	COP	-40,21	-23,1	-26,59
Real brasileño	BRL	-35,59	-12,82	-25,2
Lira turca	TRY	-25,65	-10,72	-20,3
Ringgit malayo	MYR	-24,62	-13,86	-16,65
Peso mexicano	MXN	-22,87	-10,51	-13,48
Rand sudafricano	ZAR	-18,43	-9,05	-11,85
Peso chileno	CLP	-16,96	-12,94	-13,64
Rupia indonesia	IDR	-16,65	-6,17	-11,85
Won surcoreano	KRW	-14,67	-8,09	-8,75
Nuevo sol peruano	PEN	-13,47	-3,81	-9,08
Zloty polaco	PLN	-13,42	2,06	-3,26
Lei rumano	RON	-13,3	5,58	-3,66
Lev búlgaro	BGN	-12,44	5,23	-4,53
Forint húngaro	HUF	-12,31	3,6	-3,39
Dólar de Singapur	SGD	-10,57	-3,96	-5,17
Baht tailandés	THB	-10,01	-5,45	-7,37

- Los **precios de las materias primas más cíclicas**, como el petróleo, el cobre y el aluminio, **han retrocedido hasta mínimos desde la crisis financiera** (40,7 dólares en el caso del barril Brent de crudo). El índice Bloomberg que agrupa los precios de 22 materias primas está en mínimos de 2001.



## ¿O deterioro en los fundamentos del escenario?

**Todavía no hay motivos que justifiquen un cambio significativo en el escenario macro global:** la macro seguirá apoyando a los mercados financieros.

Este *shock* financiero y de confianza ha pillado a la expansión global ya madura y en uno de los momentos de mayor debilidad desde el inicio de la expansión en 2009 -principalmente, por la desaceleración de los países emergentes-, introduciendo riesgos significativos a la baja en las expectativas de crecimiento para el resto del año (la mejora que se anticipaba está cuestionada) y en las de inflación, consecuencia de los nuevos mínimos de los precios de las materias primas, especialmente en el caso de las grandes economías desarrolladas. Además, también está afectando a las expectativas de política monetaria en EEUU, poniendo en cuestión la subida de tipos que se anticipaba en EEUU para septiembre.

Sin embargo, **el pesimismo actual tanto para la situación de China como para la economía mundial parece excesivo:** más allá de alguna decepción, como el sector industrial global, hay pocos argumentos que apoyen un debilitamiento intenso de la expansión global.

En el caso de China, es cierto que la confianza empresarial (en mínimos desde 2009), los precios de las materias primas o los datos de producción industrial y de comercio exterior son excepcionalmente débiles. Sin embargo, hay que tener presente que el sector servicios ahora tiene una mayor contribución a la economía y, por tanto, ésta es menos intensiva en el uso de materias primas y menos dependiente de la industria y la construcción. Además, la mayoría de principales indicadores de actividad, incluyendo series como consumo de cemento y de electricidad, ventas de coches y flujos de mercancías, siguen anticipando que el crecimiento se mantiene entre el 6,0% y el 7,0%. **Admitiendo que los datos chinos son poco precisos y es probable que estén sobreestimando el crecimiento, lo cierto es que no alertan, por el momento, de un aterrizaje brusco de su economía.**

Por tanto, a pesar de la incertidumbre actual y de los enormes desafíos que afronta China en su tránsito desde una economía productiva hacia una de servicios, lo más probable es que continúe creciendo a un ritmo razonablemente dinámico y mantenga una sustancial contribución a la economía mundial: crece menos, pero es más grande, lo que permite que su aportación al crecimiento mundial se mantenga estable a pesar de perder vigor.

Los otros dos principales motores para el crecimiento mundial, **las dos mayores economías desarrolladas, están creciendo a un ritmo próximo a su potencial** y no hay indicios en los últimos indicadores que adviertan de un debilitamiento inminente: durante los próximos trimestres se esperan un ritmo de crecimiento medio del 2,0%-2,5% en EEUU y del 1,5% en UEM.

En balance, los temores sobre China aconsejan aumentar la prudencia (se trata de una economía sistémica, mucho más influyente que Grecia) y advierten de que el crecimiento mundial durante este año puede ser nuevamente inferior al esperado, pero no justifican el episodio de “pánico” al que estamos asistiendo. **Las perspectivas para las tres economías más influyentes son todavía consistentes con la continuidad de la fase expansiva global a medio plazo.** El escenario más probable es que crecimiento mundial siga siendo decepcionante y modesto, pero relativamente estable, en un entono del 2,5%.

## Perspectivas e implicaciones para la inversión

- **Estamos ante una corrección en el precio de los activos de riesgo**, como es el caso de las bolsas. No hay indicios suficientes ni en el escenario económico y ni en los fundamentales del mercado para afirmar que se trate de un cambio de la tendencia de fondo.
- **Correcciones de esta naturaleza no son algo atípico.** En los últimos 35 años se han producido caídas intra- anuales medias del 16% (entre máximo y mínimo). En 27 de esos 35 años, esas correcciones fueron seguidas de un *rally* que permitió que el año cerrara en positivo.
- **En el más corto plazo, lo más probable es que se produzca un rebote.** De hecho, en la mañana de hoy parece que ya se ha puesto en marcha, con avances entre el 2,5% y el 3% en las principales plazas europeas y ello a pesar de que la bolsa de Shanghai ha cerrado con otro desplome del 7%.
- **A pesar del rebote la volatilidad va a seguir siendo alta y la probabilidad de nuevas caídas también.** Aunque en el mercado a veces se producen vueltas en “V”, en principio dudamos que en esta ocasión la recuperación que anticipamos tenga tal estructura. En cuanto al objetivo del rebote en marcha y centrando la atención en el Dax alemán, pues probablemente liderará al resto de índices europeos, es factible que alcance los 10100 puntos y, si los supera, podría dirigirse al rango 10500-10600 (desde los mismos se aceleró la caída). En cuanto a las referencias para el caso de una recaída, las primeras, obviamente, serían los últimos mínimos desde los que han reaccionado los diferentes índices: 9338 para el Dax, 9500 para el Ibex y los 1867 en el S&P 500. Por debajo de estos niveles, aún habría margen, desde una perspectiva técnica, para caer entre un 2,5% y un 5%, según los casos, antes de hablar del final del mercado alcista.
- **Al final se impondrán los argumentos a favor de los activos de riesgo.** A lo comentado sobre los fundamentos macro hemos de sumar otros argumentos: i) los principales BBCC no se van a quedar sin reaccionar si la situación empeora, ii) las alternativas a los activos de riesgo no ofrecen rentabilidad, iii) la baja liquidez del mercado en esta época ha favorecido un exceso de reacción, iv) las valoraciones antes eran ajustadas, ahora vuelven a ser atractivas, iv) la alta volatilidad, la baja confianza y la fuerte sobreventa son típicos de zonas de suelo de mercado y iv) las tises de los bonos pueden subir menos y más despacio de lo que veníamos esperando, apoyado la valoración de las empresas.
- **Los bonos refugio se han comportado bien y los periféricos no lo han hecho mal.** Mientras la volatilidad en los activos de riesgo no alcance parámetros normales, los bonos van a seguir favorecidos, sobre todo los de Alemania y EEUU. Este hecho demuestra que su presencia sigue aportando valor a una cartera bien diversificada, como siempre aconsejamos.
- **El fortalecimiento del euro nos parece excesivo.** Técnicamente parece proyectarse hasta niveles de 1,20 eur/usd, pero ya desde el máximo alcanzado en 1,17 eur/usd el riesgo de giro a la baja es alto. A pesar de ello, el escenario que veníamos manejando (también el consenso) de una apreciación del dólar hasta niveles próximos a 1,05 eur/usd parece más difícil de alcanzar si se retrasa la subida de tipos de la Fed o, incluso, se ve condicionado el ritmo de futuras subidas.

*Este Informe tiene carácter meramente informativo y no se pretende, por medio de esta publicación, prestar servicios o asesorar en materia financiera, de inversiones, legal, fiscal o de otro tipo en ningún campo de nuestra actuación, por lo que dicha información no debe tomarse como base para realizar inversiones o tomar decisiones de inversión. La información utilizada para la elaboración del presente Informe ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, no garantizándose su exactitud o concreción. Queda prohibido reproducir, transmitir, modificar o suprimir la información sin previa autorización escrita de Bankia.*