

## Los temores recesivos se intensifican

Después de un enero muy negativo, en lo que llevamos de febrero se ha ampliado el castigo a los activos de riesgo. El balance del año, en estos momentos, refleja pérdidas del 15% en índices importantes como el Nasdaq, el Euro Stoxx 50 o el Dax. Por el contrario, los bonos de EEUU y Alemania, el oro, el yen y el franco suizo, han actuado como activos refugio. La situación bajista en los principales activos de riesgo se prolonga ya desde agosto de 2015 y se trata de un *shock* negativo lo suficientemente intenso y persistente para ser preocupante. De hecho, ha activado, por primera vez desde 2009, los temores a una recaída cíclica global.

Desde inicios de año, los indicadores financieros han reforzado las señales de alerta, mientras que el debilitamiento de los indicadores económicos desde diciembre, especialmente en EEUU, no ha contribuido a alejarlos. Esta situación está generando una espiral de fuerte pesimismo, que se refleja en todos los indicadores de confianza.

Entre los indicadores financieros que advierten de una probabilidad creciente de recesión hay que destacar los siguientes:

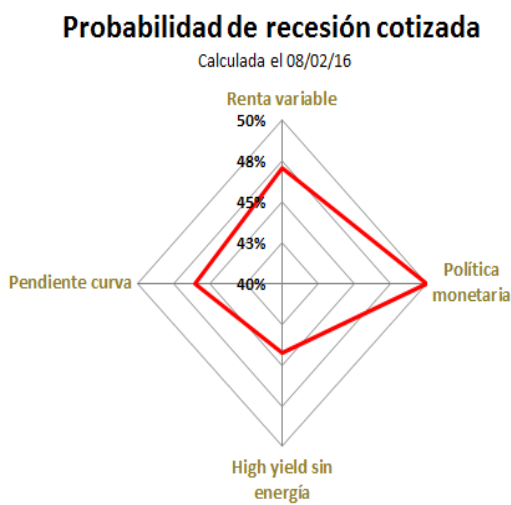
- La ampliación de las primas de riesgo de los bonos corporativos (especialmente, los de calidad crediticia más baja). Los bonos *high yield* han sufrido una ampliación de su prima de 130 pb en EEUU y de 75 pb en la UEM, situándose en 855 pb y 596 pb, respectivamente.
- La eliminación de las perspectivas de subida de tipos en EEUU y Reino Unido, así como la esperanza de nuevos estímulos por parte del BCE y el BoJ.
- La caída de las rentabilidades de los bonos a largo plazo en EEUU y Alemania ha conducido a un aplanamiento de la curva de tipos en ambas economías, comportamiento que, en numerosas ocasiones, ha antecedido a una fase recesiva. En el caso de EEUU, la pendiente entre el 10 y 2 años se está aproximando a los 100 pb, referencia mínima desde finales 2007.
- La caída de los beneficios empresariales por dos trimestres consecutivos se considera una “recesión de beneficios” y también se considera una señal recesiva. La última vez que ocurrió fue en el 4T07 y se prolongó durante 2 años (caída de beneficios operativos del 55%). En estos momentos se están publicando los resultados del 4T15. El balance es de una caída del BPA del 4% (cayeron casi un -1% en el 3T15) y se está proyectando otra caída del -4% en los del 1T16 (datos de Thomson Reuters). Es cierto que estos datos están profundamente afectados por el sector de Energía (aunque siempre, en toda recesión, hay un sector o sectores que son los más directamente afectados y lastran, en mayor medida, el BPA de todo el índice); si los excluimos, el balance queda en +2,1% el 4T15 y +0,4% el 1T16, cifras a todas luces muy endeables.
- Se ha producido en los últimos días una ruptura de soportes. En el caso del Dax, la pérdida de los 9300 puntos, que fue zona soporte en las caídas de agosto-septiembre de 2015, ha acelerado el retroceso. Los siguientes soportes están a 8500 y 8300 puntos, es decir, un -5,3% o un -7,5% más abajo. En cuanto al Ibex, ha perdido los 8200, que hasta ahora había sido freno a sus caídas. Entre 8000-7500 debería encontrar un punto de apoyo y frenar las pérdidas.

El retroceso medio en una recesión se sitúa entre un 35% y un 40%. Las caídas que algunos índices acumulan ya no están tan lejos de esta estadística. Por ejemplo, en UEM, las caídas se suceden desde abril del año pasado y ascienden al 27% en índices como el Dax e, incluso, son

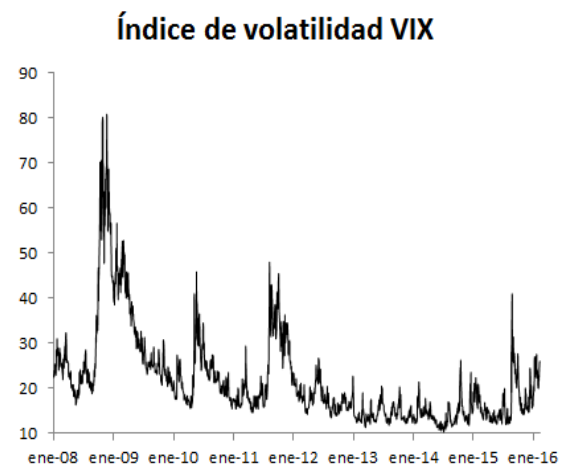
superiores al 30% en el Ibex y el FTSEMib italiano. En EEUU sus índices también muestran caídas preocupantes: el S&P 500 pierde desde máximos un 13%, pero si nos fijamos en el NYSE, que es mucho más amplio, cae un 18%.

- Los sectores cíclicos y, en particular, el financiero –muy perjudicado por un contexto de tipos cero o negativos, por el riesgo de aumento de la morosidad y por su baja rentabilidad–, están encabezando las pérdidas, siendo especialmente intensas en el caso europeo (-22% en 2016), donde preocupa también el bajo capital de algunas grandes entidades y la situación del sector en Italia y en Grecia.

**En conjunto, la probabilidad implícita de recesión cotizada por estos indicadores se aproxima al 50%, nivel que debe tenerse muy en cuenta.**



Fuente: Bankia Estudios



Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

**Por otra parte, la macro está apoyando menos.** Los indicadores más importantes conocidos desde enero y referidos a EEUU, como las encuestas empresariales ISM y el dato de empleo, mantienen la señal expansiva (salvo en la industria), pero muestran un debilitamiento en un momento en el que el ciclo está muy maduro: la duración de la actual fase expansiva se aproxima a siete años, frente a una duración media histórica inferior a los seis años.

En cualquier caso, la única señal realmente preocupante en el contexto macro actual de EEUU es la contracción de la industria, pero hay que tener en cuenta lo siguiente: i) se está viendo muy afectada por la crisis del sector energético; ii) en los últimos seis meses, la producción industrial ha caído un 0,6%, mientras que, en los seis meses previos a una recesión, suele descender más de un 3%; iii) en el caso del ISM manufacturero, que se encuentra en 48,2, suele caer por debajo de 45,0 antes de señalar una recesión. Además, el mejor barómetro para valorar el momento de la economía es el mercado laboral, que está lejos de anticipar una recesión. Éstas habitualmente se caracterizan por un incremento de la tasa de paro cercana a 1 p.p. en los 6 meses precedentes, mientras que, con el último dato conocido de enero, la tasa de paro se sitúa 0,4 p.p. por debajo de julio.

En balance, los indicadores económicos permiten estimar una probabilidad de recesión que, en media, puede situarse en torno al 20%, magnitud que no es elevada en términos históricos.

### ¿Quién nos está mandando la señal más fiable?

Tanto los indicadores macro como los financieros tienen ventajas e inconvenientes. Por un lado, la información de los indicadores macro es más fiable para tomar el pulso a la economía, pero ha demostrado ser poco eficaz para anticipar recesiones: son datos que suelen estar disponibles con uno o dos meses de retraso, sufren importantes revisiones y están mayoritariamente en “fase” (cuando activan una alerta recesiva, la recesión suele haber ya empezado). Por otro lado, en cuanto a los indicadores financieros, su ventaja es que sí adelantan las recesiones, pero el problema es que suelen dar alertas falsas.

Por tanto, la situación actual es compleja y hay que seguirla muy de cerca para ver si se debilita o se refuerza la señal recesiva de los indicadores financieros en los próximos meses y, sobre todo, si la confirman o no las variables macroeconómicas relevantes, especialmente el mercado laboral. Lo malo de los últimos datos es que no han servido para despejar las dudas y, si el *shock* financiero se acentúa o persiste, puede acabar provocando una situación de perspectivas “auto-cumplidas”, al poner en marcha una inercia negativa: la caída intensa de las bolsas acaba generando un debilitamiento del consumo y de la inversión, con un desenlace recesivo.

Por el momento, consideramos que la información actual sigue siendo más consistente con nuestro escenario expansivo a corto y medio plazo (2016-17), pero el escenario alternativo recesivo está ganando rápidamente probabilidad. No obstante, en el más corto plazo, el mal momento de las bolsas puede tener cierta continuidad porque todavía no se percibe una situación de capitulación (el VIX no ha alcanzado niveles suficientemente elevados). Pero, bajo un escenario expansivo, ese recorrido adicional a la baja debería ser muy limitado.

*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.*