

Víctor Peiro. *Director General de Análisis*

Desafortunadamente para las inversiones europeas, **el mercado en agosto ha deparado una continuación de lo que vivimos desde hace unos meses: una subida del 3% en EEUU y una bajada del 3,5% en Europa.**

Realmente no ha habido cambios en el fondo del mercado: buenos fundamentales macro y de resultados, pero ruido en varios frentes que impiden al mercado reflejar esos fundamentales. **Se cumple el guion y ante la subida de tipos en EEUU, los emergentes y sobre todo los más débiles estructuralmente sufren.** En nuestro comentario de finales de julio mencionábamos la necesidad de estar en valores resistentes ante la posibilidad de más ruido proteccionista y de cambio de ciclo.

El factor distorsionador de una guerra comercial latente ha seguido y sigue presente, pero se ha atenuado algo después del preacuerdo comercial entre EEUU y México (posiblemente extendido a Canadá)

En parte, este asunto justifica la primacía de la bolsa americana sobre el resto de los mercados, ya que es cierto que EEUU soporta un importante déficit comercial frente a Alemania o China, por ejemplo, por lo que **una serie de medidas recíprocas y restrictivas del comercio, haría en el corto plazo más daño a los países netamente exportadores que a los importadores.**

En el largo plazo, los aranceles se compensan con depreciaciones de las monedas y éstas con inflación, pero en el corto plazo se producen efectos negativos en la economía. A nivel de empresas, las medidas proteccionistas se han descontado en las empresas que han reconocido cierto efecto en sus previsiones, pero como son pocas las que lo han aceptado, en general el tema comercial pensamos que ha tenido escaso impacto.

Precisamente el eslabón que une el impacto económico de las medidas comerciales con el enfriamiento económico son las inversiones empresariales, algo que aún no parece que se haya visto afectado en gran medida.

En cierto modo unido al factor anterior y también por una preferencia de algunos inversores por el bajo riesgo en este verano, **los activos de los mercados emergentes, tanto monedas como bolsas, han sido los perdedores.**

Aunque los principales índices agregados emergentes han bajado en el mes de agosto un 3-4%, sí ha habido una diferenciación entre unos países y otros. Los más débiles en términos de sector exterior y por un panorama político con dudas son los que más han sufrido.

La bolsa de Argentina ha caído alrededor de un 14% en el mes en moneda local y acumula una depreciación anual del casi el 40%

El país ha descontado claramente la intervención del FMI. **La caída del que lleva acumulada en el año la lira truca y su bolsa de más del 20% y 35% parece descontar también una intervención del FMI.** Además de estos dos países, se unen fuertes caídas de bolsas en monedas locales en China, Dubai y algunos países de Europa del Este. **Las dos preguntas que hay que hacerse ahora son si Brasil puede ser el siguiente susto dentro del proceso de presión a los emergentes y si China está descontando un enfriamiento económico derivado del cambio de ciclo o de la presión comercial.**

Respecto a Brasil, su bolsa está aguantando, con un comportamiento caso plano en el año en moneda local. Pero su divisa, el real brasileño, se deprecia alrededor algo más del 15%. **Pensamos que la situación económica de este país es más sólida que la de Turquía y Argentina, pero no hay que olvidar que en octubre hay elecciones presidenciales** con el menor grado de visibilidad de la historia, debido a la fragmentación y a lo heterodoxo de todos los candidatos.

La lentitud de la subida de tipos está afectando a las bolsas, y sobre todo a los índices que tienen un peso destacable de bancos

En la UEM, la falta de determinación del BCE en su cambio de rumbo de la política monetaria hace que **la rentabilidad del bono alemán siga por debajo del 0,5%.**

En EEUU, la FED sigue con su proceso de normalización de tipos, pero en cierto modo el último discurso de Powell, mientras aseguraba la subida de septiembre, dejaba la duda sobre la de diciembre. Esto ha hecho que durante el mes la curva de tipos se haya aplanado más. Dado que la rentabilidad del bono a 10 años americano se ha situado por debajo del 2,9% mientras que el tipo a 2 años se mantiene por encima del 2,6%, **el diferencial entre los dos plazos se ha situado en menos de 25 pb por primera vez desde agosto de 2007.** Esta situación de tipos hace que el escenario de que el BCE no pueda subir tipos en este ciclo, gane probabilidades. No es que sean muy elevadas, pero si hace unos meses

muchos lo consideraban imposible, ahora hay parte del mercado que lo empieza a contemplar. Una situación negativa para los bancos, que necesitarían de más concentración y reestructuración.

Por unas cosas o por otras, las bolsas siguen acumulando potencial sin reflejarlo en las cotizaciones, y aunque es cuestión de tiempo que lo hagan, hay que estar vigilantes no sea que se pase el ciclo

Síguenos: