

COYUNTURA · Tiempo de reflexión en los mercados financieros

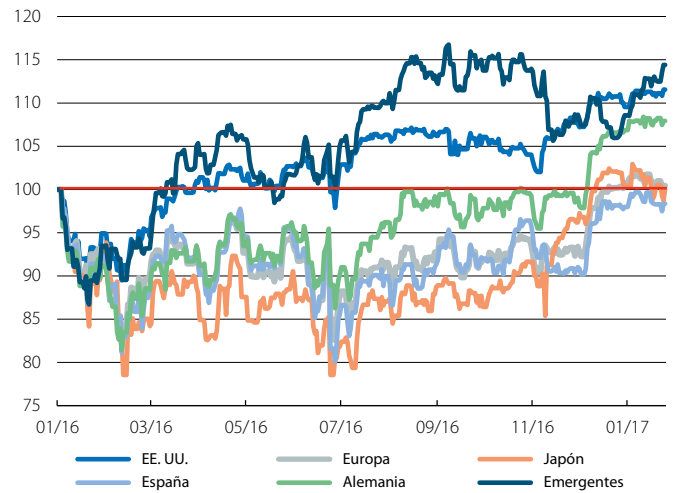
Los mercados siguen apostando por la reflación estadounidense, pero de manera algo más cautelosa. La narrativa que continúa dominando en los mercados es la de la reflación en EE. UU. –esto es, mayor crecimiento pero también mayor inflación– como resultado de una política económica que primará el estímulo fiscal. Con todo, tras el fuerte aumento de las cotizaciones de los activos de riesgo que siguió a la victoria de Donald Trump, durante gran parte del mes de enero se impuso un tono más comedido. Sin variar excesivamente la percepción de riesgo, como atestigua el hecho de que la volatilidad de la bolsa norteamericana se mantuvo en dicho mes de enero en una zona históricamente baja, durante las tres primeras semanas del año los mercados entraron en una fase más expectante. Parecía una tónica lógica, habida cuenta de la falta de definición de la Agenda Trump y, en una óptica estrictamente de mercado, de la intensidad del movimiento alcista que siguió a las elecciones. Sin embargo, y de forma prácticamente simultánea a la toma de posesión del presidente Trump, el rally prosiguió su curso. Aunque se trata de un movimiento con menos impulso que en noviembre y diciembre, la tendencia de fondo de los activos de riesgos sigue siendo alcista. Indudablemente, parte del apoyo procedía de la publicación de unos datos macroeconómicos favorables, que certificaban que 2016 había finalizado con un ritmo de actividad que ganaba tracción. Pero el impulso de fondo parece seguir siendo que el mercado descuenta en mayor grado los efectos positivos de la agenda procrecimiento de EE. UU. que los aspectos negativos.

Escasas novedades en la esfera de actuación de los bancos centrales. En su reunión del día 19, el BCE reiteró las guías centrales de su política monetaria. Específicamente, el BCE valoró de forma positiva la recuperación de la actividad pero continuó manifestando dudas sobre la recuperación a medio plazo de la inflación (a pesar del aumento esperado de la inflación en 2017, se está lejos del objetivo a largo plazo del BCE del 2%). En este contexto, el BCE manifestó que ignorará los repuntes de la inflación por el efecto base de las caídas del precio del petróleo, aunque analizará sus posibles efectos indirectos. En definitiva, se reafirma que, tras el anuncio de finales de 2016 de la extensión temporal del QE hasta diciembre de 2017 y la disminución del volumen de compras hasta los 60.000 millones a partir de abril de 2017, la retirada del estímulo será muy gradual. Como consecuencia, CaixaBank Research prevé una disminución gradual del ritmo de compras de bonos (*tapering*) en 2018 y la primera subida del refi a mediados de 2019.

La política monetaria estadounidense se moverá en coordenadas distintas. Aunque no hubo reunión de la Reserva Federal (Fed) en enero, diferentes comentarios de sus representantes sirvieron para reafirmar la senda de la política monetaria perfilada tras la decisión de aumento del tipo de interés de diciembre pasado, momento en el que, recordemos, el tipo de referencia se situó en el 0,50%-0,75%. Concretamente, los mensajes de distin-

Principales bolsas internacionales

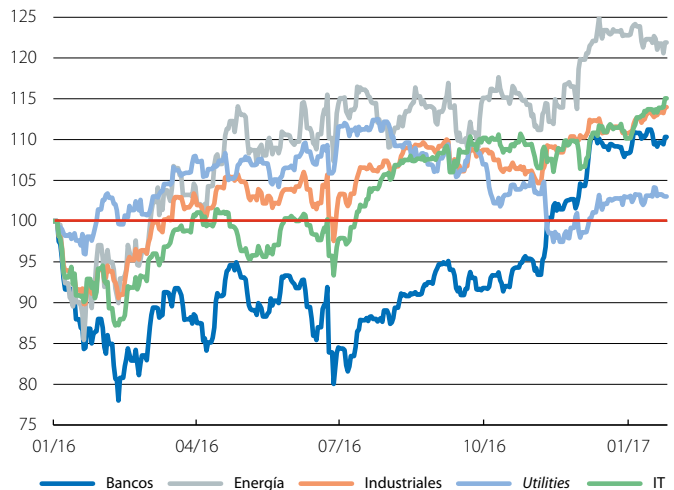
Índice (100 = enero 2016)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsa mundial: evolución por sectores

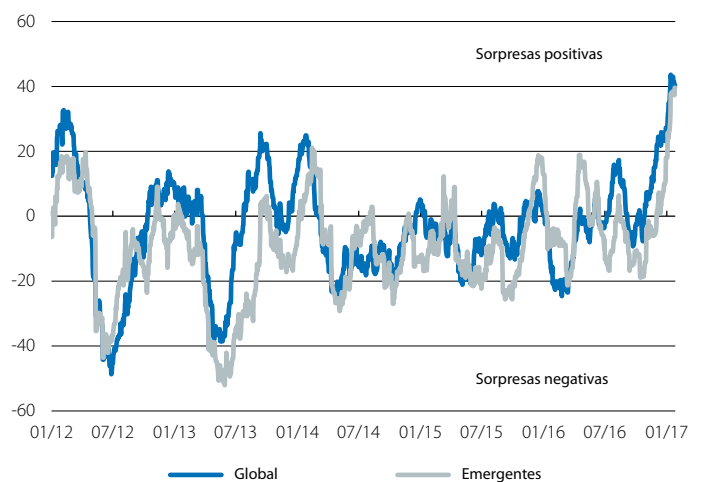
Índice (100 = enero 2016)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Índice de sorpresas económicas

Nivel



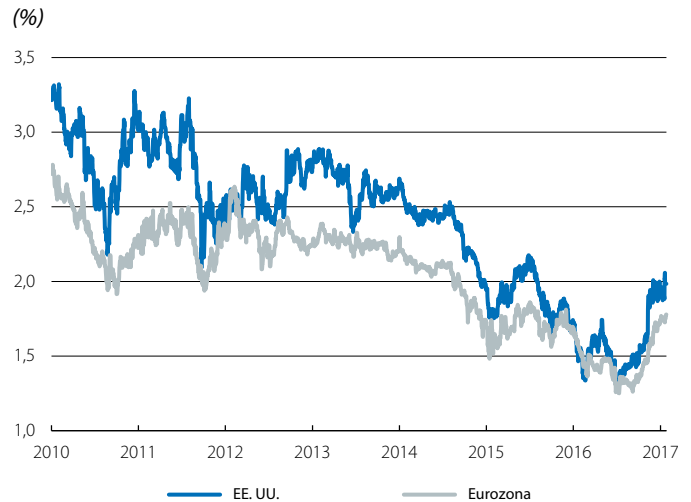
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

tos miembros de la Fed en enero sugieren que el banco central estadounidense se mantiene vigilante ante los posibles efectos inflacionistas del estímulo fiscal anunciado en una economía en situación de práctico pleno empleo. De esta línea discursiva, que se suma a la comunicación de tono *hawkish* que acompañó a la subida de diciembre, se puede inferir que no sería descartable un grado de endurecimiento monetario durante el año 2017 algo más intenso de lo que el mercado descuenta actualmente. En congruencia con esta lectura, CaixaBank Research espera tres subidas del tipo de referencia de la Fed en 2017, mientras que el mercado, en apariencia poco permeable a los riesgos de la expansión fiscal norteamericana, espera solo dos subidas.

La rentabilidad de la deuda soberana estadounidense empieza a reflejar mayores matices sobre la narrativa de refluación. En enero, las *yields* del bono a 10 años de EE. UU. reflejaron plenamente las incertidumbres que todavía existen sobre la concreción de la agenda de Trump y, en consecuencia, sobre sus efectos. Tras el repunte de las rentabilidades que se dio entre noviembre y mediados de diciembre, los inversores deshicieron moderadamente parte de sus posiciones en las primeras semanas del año. Con todo, y como ha sucedido en los activos de riesgo norteamericanos, en el tramo final de enero las rentabilidades volvieron a repuntar. El resultado neto de estos vaivenes ha sido un alza mínima de los tipos de interés soberanos estadounidenses en el mes. De cara al futuro, la duración de esta fase de cierta indefinición es una incógnita pero, previsiblemente, vendrá determinada por los tempos del Gobierno Trump a la hora de desvelar sus actuaciones en materia de gasto público, política impositiva y comercial y de cómo se vayan concretando los efectos económicos de la nueva política económica. Será clave, por tanto, vigilar los indicadores de precios y salarios, cuya evolución al alza adquiere vigor y amplitud, máxime en un entorno de práctico pleno empleo.

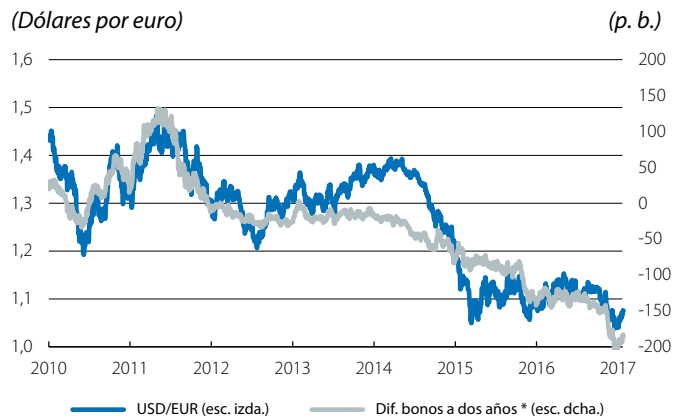
La deuda soberana europea se desacopla parcialmente de la dinámica financiera norteamericana. La evolución de la rentabilidad del bono alemán durante el mes de enero ha sido algo distinta de la de su equivalente estadounidense. Mientras en este último caso el aumento de las *yields* fue mínimo, la renta fija a largo plazo germana subió de forma más clara. En particular, en enero, la evolución de los tipos de interés de la deuda soberana en la eurozona exhibió dos etapas distintas. La primera parte del mes estuvo marcada por la reunión del BCE que, como se ha mencionado, no deparó excesivas novedades y sirvió, en todo caso, para reafirmar al mercado las perspectivas de mantenimiento de una política monetaria acomodaticia hasta finales de 2017. En este entorno, la curva alemana se mantuvo estable mientras que la deuda soberana de los demás países estrechó diferenciales con Alemania. Sin embargo, en la segunda mitad de mes, los mercados internacionales reaccionaron a los primeros movimientos de la Administración Trump tras su toma de posesión con repuntes en los tipos de interés. Además, tras conocerse el aumento de la inflación del mes de diciembre, los miembros del BCE menos partidarios de las políticas no convencionales adoptaron una comunicación pública algo más agresiva. Ante esta conjunción, la dinámica de la primera mitad del mes se invirtió y se observaron repuntes en la pendiente de

Expectativas de inflación: * EE. UU. y eurozona



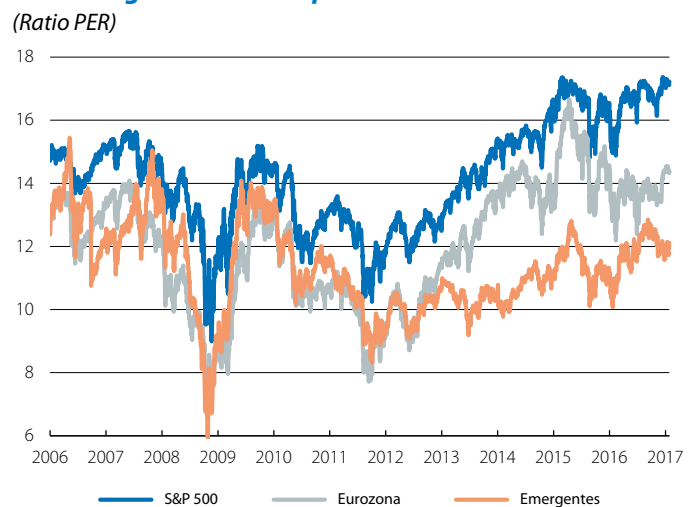
Nota: * Swaps de inflación, expectativas a cinco años dentro de cinco años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipo de cambio dólar-euro y diferencial de rentabilidad del bono a dos años



Nota: * Diferencial entre el bono alemán y el estadounidense a dos años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsas regionales: ratio precio/beneficios *



Nota: * Beneficios a 12 meses vista.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

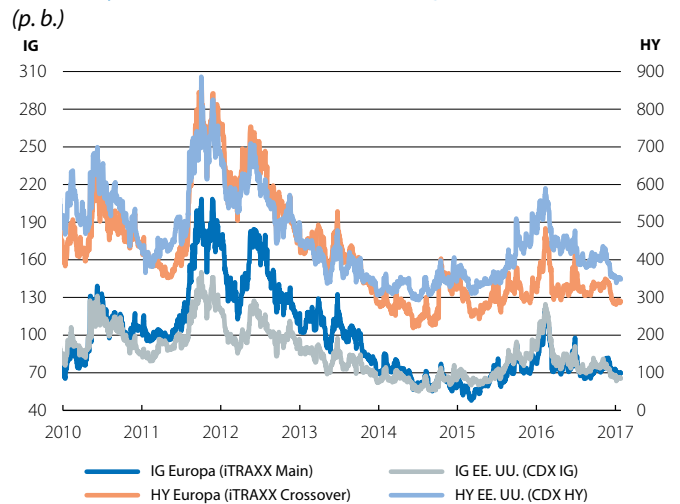
la curva alemana y una ampliación de los diferenciales con el resto de países.

El mercado de divisas refleja el sentido más dubitativo de los inversores. La divisa de referencia mundial, el dólar, se ha depreciado de forma nítida, tanto frente al euro como en términos efectivos nominales (esto es, frente a la cesta de las divisas de sus socios comerciales). Con todo, desde CaixaBank Research se interpreta este cambio de tendencia como un movimiento de corta duración que revierte mínimamente la rápida apreciación del billete verde de los últimos meses. En cambio, frente a esta corrección técnica, la tendencia de fondo, dada la divergencia de política monetaria entre el BCE y la Fed, será de mayor depreciación del euro, que podría regresar a la zona inferior del intervalo de cotización 1,05-1,10 dólares/euro o, incluso, perforarla temporalmente.

Las divisas emergentes aprietan el acelerador. Las divisas emergentes, en su conjunto, sufrieron un fuerte castigo tras la celebración de las elecciones presidenciales norteamericanas (en noviembre, el índice de divisas emergentes de J. P. Morgan cayó un 4,4% respecto al dólar). Desde entonces, prácticamente la mitad de este retroceso se ha revertido, con más timidez en diciembre, con mayor rotundidad en enero. Destaca, en particular, la fuerte apreciación, respecto al dólar, del real brasileño y del rublo ruso. En abierto contraste, los inversores están discriminando la situación idiosincrática de dos países, México y, especialmente, Turquía, cuyas divisas se han depreciado fuertemente desde noviembre pasado. En consonancia con esta tendencia a la apreciación, los flujos de capitales emergentes han continuado recuperándose. En particular, las entradas netas de capitales en cartera (deuda y acciones) de un grupo representativo de emergentes con la cuenta de capitales liberalizado (esto es, no incluye China) muestran que el fuerte episodio de salida de capitales de los emergentes que siguió a la celebración de las elecciones presidenciales de EE. UU. se ha revertido totalmente.

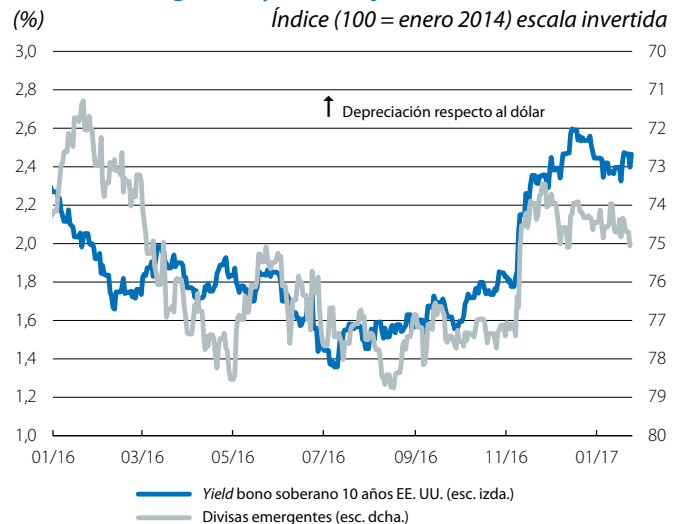
En las bolsas, las alegrías (y las penas) van por barrios. Otro de los segmentos que está digiriendo los distintos elementos que se contraponen en el actual momento financiero –*momentum* fuerte reciente, narrativa de reflación e indefinición de la política económica de EE. UU.– es el mercado de renta variable. Aunque se ha destacado mediáticamente que el índice Dow Jones alcanzó el día 26 de enero su máximo histórico (por encima de la barrera psicológica de los 20.000 puntos), la evolución de la bolsa norteamericana ha sido más comedida. El índice Dow Jones, tras crecer más de un 3% en diciembre, finalmente apenas creció un 0,5% en enero. Algo más dinámico se mostró el índice S&P 500, el más representativo del mercado de valores estadounidense, que aumentó un 1,8%. Europa se ha movido por derroteros distintos. En enero, el Eurostoxx 50 se dejó un 1,8% de su valor. Se trata de una corrección que cabe enmarcar en clave de dinámica de mercado, ya que no en vano el índice de referencia de la eurozona había crecido algo menos de un 8% en diciembre. Finalmente, cabe mencionar que las bolsas emergentes se han visto apoyadas por la dinámica de recuperación de la confianza inversora antes comentada y que se anotaron, en enero, un avance superior al 5%.

Europa y EE. UU.: primas CDS por grado crediticio



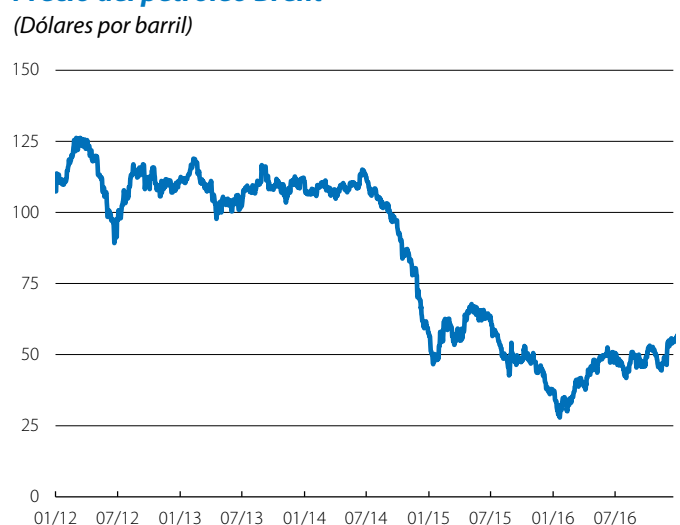
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas emergentes y renta fija en EE. UU.



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio del petróleo Brent



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.