COYUNTURA · Las turbulencias quedan atrás

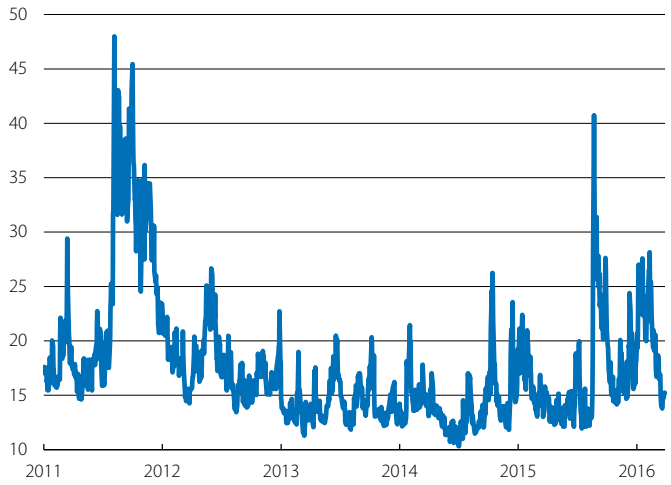
La tempestad da paso a la calma en los mercados globales. Tras la inestabilidad financiera de enero y buena parte de febrero, el clima inversor es más favorable. Las cotizaciones de las bolsas y los bonos corporativos se han recuperado y la volatilidad de los activos financieros ha descendido remarcablemente en poco tiempo. Varios elementos subyacen a esta dinámica. En primer lugar, la remisión de los temores de recesión en EE. UU., que se han confirmado exagerados. El pulso firme de diversos indicadores de actividad y del mercado laboral en EE. UU. han sido claves para reducir el nerviosismo de los inversores. La ausencia de sobresaltos en China también ha contribuido favorablemente. En segundo lugar, el precio del crudo, que ha repuntado cerca de un 50% desde los mínimos de enero. Por último, el apoyo de los bancos centrales, en particular de la Reserva Federal (Fed) y del BCE, que sigue ejerciendo una poderosa influencia sobre la formación de los precios de los activos financieros. Con todo, sería atrevido dar por concluida la fase de inestabilidad que comenzó en el verano de 2015. La asombrosa rapidez con la que se han restaurado las cotizaciones previas al *sell-off* y los bajos niveles de volatilidad no deben hacer bajar la guardia.

Lamentablemente, los riesgos del escenario financiero internacional continúan estando sesgados a la baja. China sigue siendo un foco de riesgo pese a haber permanecido en un segundo plano durante las últimas semanas. No obstante, las actuaciones de política económica recientes del gigante asiático van en la buena dirección en aras de dotar a la economía de estructuras de «más mercado». La apertura de su mercado de bonos doméstico a los inversores extranjeros es un ejemplo de esta estrategia. Otro acontecimiento potencialmente disruptivo es el referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE, que se celebrará en junio. Las casas de apuestas británicas asignan una probabilidad de que el no se imponga en torno al 30%, una cifra significativa. Por último, la perpetuación de un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos en regiones como la eurozona puede acentuar vulnerabilidades en ámbitos como el bancario.

En este contexto, la Fed vuelve a dejar claro que prefiere errar por exceso que por defecto en términos de gradualidad. En la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto del 16 de marzo, la Fed mantuvo el tipo oficial en el 0,25%-0,50%, como estaba previsto. Sin embargo, el marcado sesgo acomodaticio del comunicado oficial sorprendió a buena parte de la comunidad inversora. La autoridad monetaria hizo referencia una vez más a los riesgos globales y a la desaceleración del crecimiento exterior al tiempo que rebajó sensiblemente sus previsiones de crecimiento e inflación. En materia de tipos de interés, los miembros de la entidad solo pronostican ahora dos subidas del *fed funds*, frente a las cuatro proyectadas en diciembre. La previsión del nivel terminal, o de largo plazo, del tipo

Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.

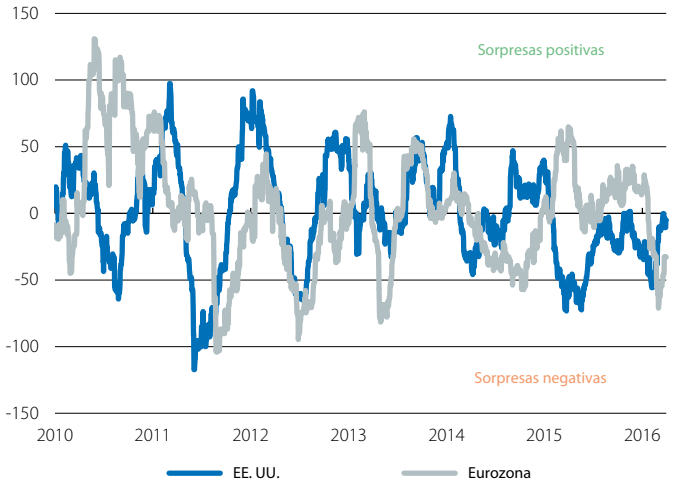
(%)



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

Índice de sorpresas económicas

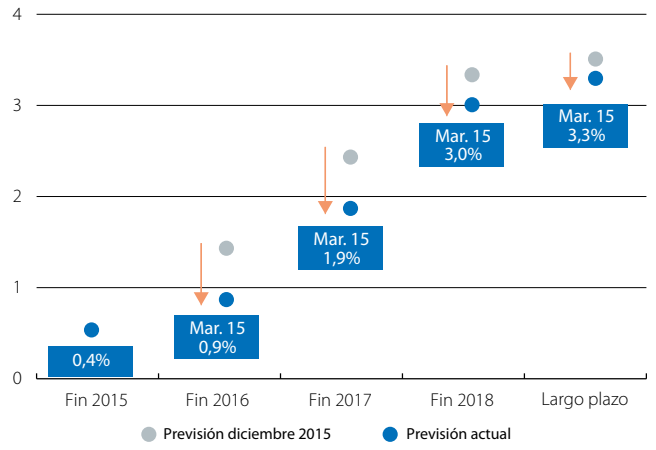
Nivel



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

EE. UU.: nivel apropiado del tipo de interés oficial según los miembros de la Fed (reunión del 16 de marzo)

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.*

rector también descendió, del 3,5% al 3,25%. En un contexto de relativa fortaleza en el que los inversores contemplaban que la Fed endureciese su discurso, sus advertencias y sus mensajes no pasaron desapercibidos. El tono *dovish* de la Fed y la convergencia de sus previsiones de tipos con las del mercado tuvieron una acogida favorable en los mercados internacionales.

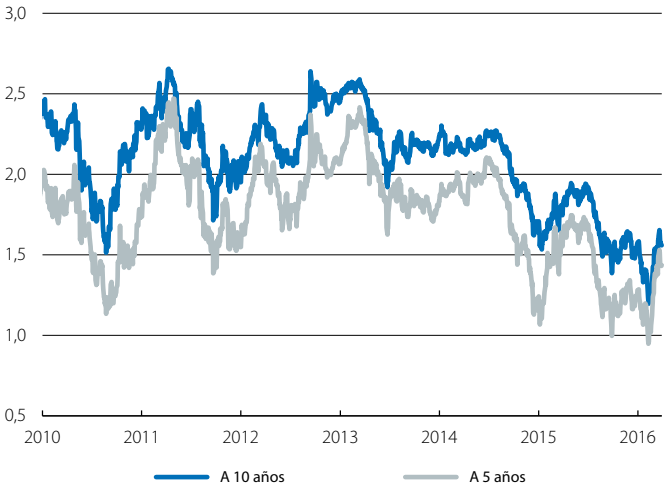
Sin embargo, una mayor tolerancia de la Fed a un periodo de mayor inflación puede resultar contraproducente. En los últimos meses, diversos indicadores de inflación en EE. UU. han mostrado una aceleración notable. Las expectativas de inflación contenidas en los bonos indiciados también recogen alzas destacables. Aunque puede resultar prematuro hablar de presiones inflacionistas en EE. UU., introducen riesgos considerables. Una respuesta tímida por parte de la Fed a estas presiones puede menoscabar su credibilidad. Si los agentes del mercado de bonos perciben que el banco central va a remolque de los datos de inflación (*behind the curve*, en la jerga), ello podría desencadenar repuntes bruscos de los tipos de largo plazo y endurecer las condiciones financieras. En consecuencia, la Fed se vería obligada a acelerar el ritmo de subidas del tipo oficial, con los riesgos que ello implicaría para la economía americana.

Entretanto, el BCE anuncia un nuevo paquete de estímulos monetarios, entre los que sobresale la compra de bonos corporativos. Los riesgos procedentes del entorno exterior y las dinámicas desinflacionistas llevaron al Consejo de Gobierno del BCE a anunciar medidas de calado en su última reunión. Además del recorte de los tipos refi y de depósito hasta el 0,00% y el –0,40%, respectivamente, Draghi anunció la ampliación del programa de compra de bonos (QE) en 20.000 millones de euros mensuales. La segunda novedad radica en que el BCE ampliará los activos elegibles bajo el QE y comprará títulos de renta fija privada. Esta última medida está orientada sobre todo a paliar la posible escasez de deuda pública que se habría originado tras la ampliación de las compras mensuales hasta los 80.000 millones de euros. El Consejo también aprobó una segunda ronda de cuatro nuevas TLTRO con sendos vencimientos de cuatro años. Una diferencia clave respecto a las TLTRO anteriores es el coste que deberán afrontar los bancos, que podrá ser negativo si la concesión de crédito supera un determinado umbral establecido por el BCE. En tal caso, el coste de los fondos solicitados será del –0,40% (el tipo de interés de la remuneración de la facilidad de depósito). Así, el BCE contempla que los nuevos incentivos logren impulsar la participación de los bancos en este tipo de subastas. Hasta la fecha, los resultados de las siete TLTRO han sido discretos, con un importe conjunto solicitado de 426.000 millones de euros.

El mercado europeo de renta fija privada celebra la inclusión de esta clase de activo en el QE del BCE. La autoridad monetaria europea adquirirá bonos con grado de inversión denominados en euros de empresas no bancarias radicadas en la eurozona, una noticia positiva para este mercado después de los meses difíciles que ha atravesado. A falta de que se publiquen más detalles, el universo de activos elegibles asciende a 500.000-600.000 millones de euros y las compras totales po-

EE. UU.: expectativas de inflación

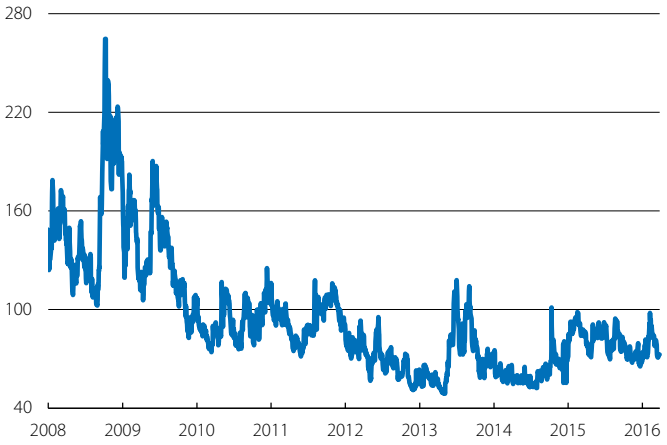
(%)



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

EE. UU.: volatilidad implícita del mercado de deuda pública

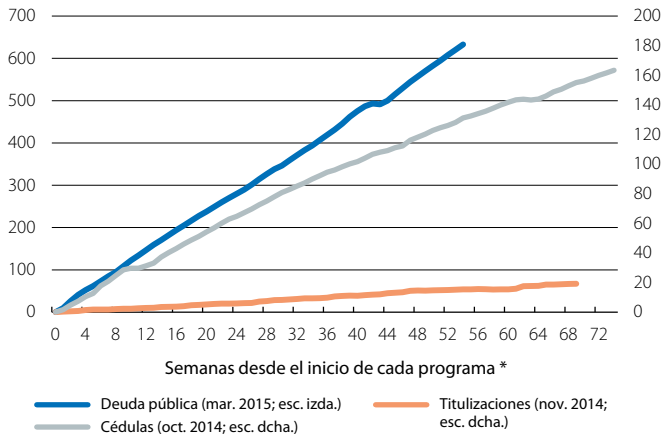
(p. b.)



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

Eurozona: compras de activos acumuladas bajo distintos programas del BCE

(Miles de millones de euros) *(Miles de millones de euros)*



Nota: ** Entre paréntesis, la fecha de inicio de cada programa.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

drían abarcar entre el 15% y el 25% del mercado objetivo. La irrupción de un comprador de tal magnitud debe favorecer el comportamiento no solo de la deuda grado inversión, sino también del segmento *high yield*. En ambos casos, las primas de riesgo han mostrado descensos significativos.

Tras los anuncios del BCE, los inversores redirigen la mirada hacia las palabras de Draghi. De singular importancia fueron los comentarios del presidente del BCE en los que señaló que la probabilidad de recortes adicionales de los tipos oficiales era baja. Este punto causó cierta inquietud en los mercados y los tipos interbancarios y monetarios reaccionaron con repuntes moderados. En el mercado de divisas, el euro se apreció cerca de un 2% frente al dólar, hasta situarse alrededor de los 1,12 dólares. Probablemente, los comentarios de Draghi estuvieron dirigidos a acotar las expectativas de nuevos recortes del tipo de depósito y a delimitar un foco de vulnerabilidad del sector bancario. En esta línea, diversos instrumentos del mercado monetario no anticipan rebajas adicionales del tipo de depósito, ante la expectativa de que se situase en el –0,50% antes de la última reunión del BCE.

Las bolsas dejan atrás los intensos repliegues invernales y recobran el pulso. Desde el punto álgido de las tensiones a mediados de febrero, las bolsas internacionales han mostrado ganancias sólidas, entre el 10% y el 15%. Al mismo tiempo, el índice de volatilidad implícita del S&P 500 ha descendido fuertemente y se sitúa en cotas similares a las observadas antes del episodio de inestabilidad del verano. Ambas circunstancias apuntan a que las caídas de las bolsas de enero y febrero fueron fruto de la sobrerreacción inversora. Asimismo, los sectores de la energía y la banca, ejes de volatilidad en EE. UU. y en Europa, respectivamente, han liderado los avances en sus mercados de acciones. A corto plazo, los registros procedentes de la macroeconomía deben seguir apoyando la consolidación de esta pauta alcista, especialmente en el bloque desarrollado, y relegar definitivamente los temores de recesión en EE. UU. Pero es probable que el ritmo de avance de las bolsas pierda vigor y adopte un tono más intermitente. Por último, la campaña de beneficios del 1T 2016 en EE. UU., que dará comienzo en breve, se prevé importante, en tanto que servirá de termómetro del estado de las cuentas empresariales en 2016.

El barril de petróleo Brent se consolida en la zona de los 40 dólares. La recalibración de las expectativas de desaceleración brusca del crecimiento mundial y la aparente mayor coordinación de los países productores de petróleo ha propiciado que la cotización del crudo se revalorice cerca de un 50% desde sus mínimos anuales. Los resultados de la reunión extraordinaria de países productores del 17 de abril y, en particular, los acuerdos a los que se pueda llegar para limitar la oferta de petróleo marcarán el rumbo de su cotización en los próximos meses. En paralelo, otras materias primas estrechamente ligadas al ciclo económico, como los metales y los materiales industriales, también muestran una dinámica similar, si bien de menor intensidad.

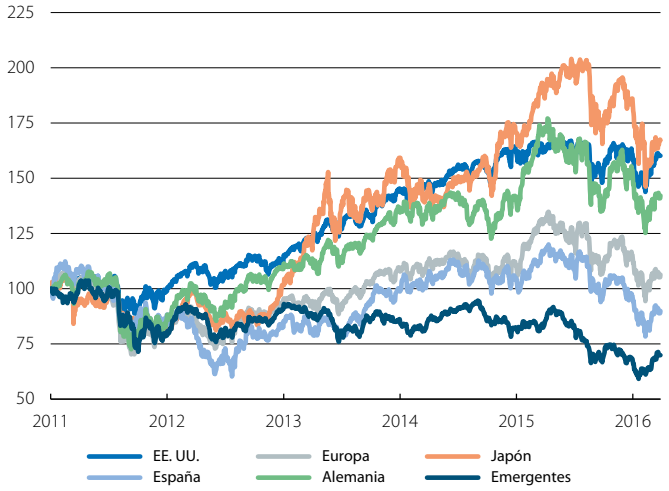
Europa: primas de riesgo de la deuda corporativa

(p. b.) *(p. b.)*

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

Principales bolsas internacionales

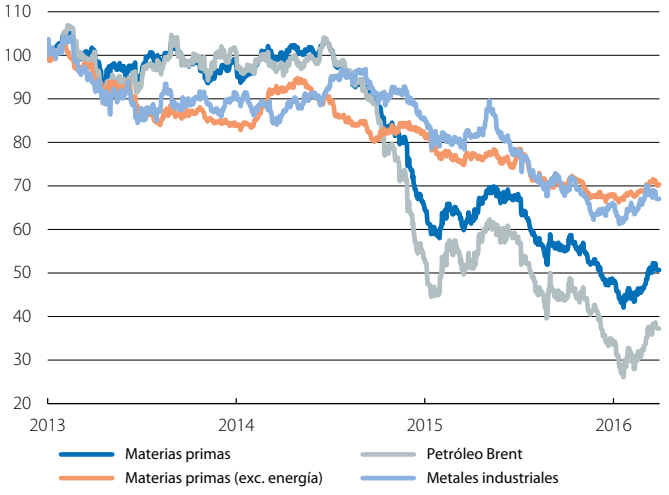
Índice (100 = enero de 2011)



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

Materias primas

Índice (100 = enero de 2013)



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