

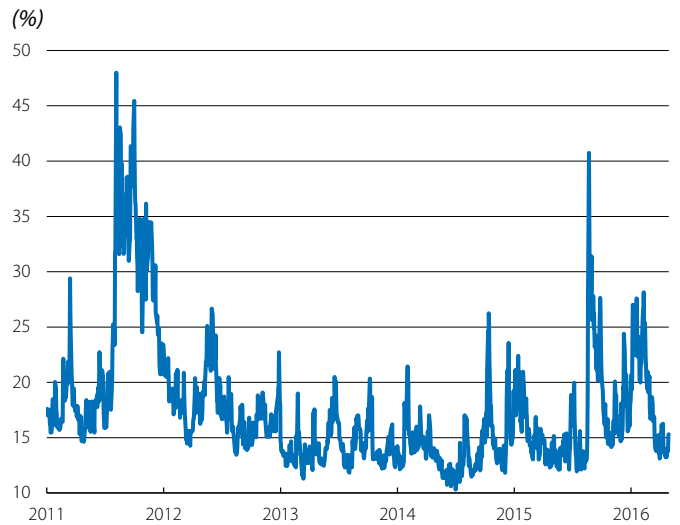
## COYUNTURA · La recuperación de los mercados se confirma

**El clima constructivo de los mercados internacionales se ha prolongado a abril.** Las señales de estabilización, que ya aparecieron en marzo, se afianzaron y dieron paso a una mayor disposición a la toma de riesgo por parte de los inversores. Tanto los mercados de renta variable como los de renta fija se han beneficiado de este entorno globalmente favorable, si bien las cotizaciones de los activos de riesgo en el bloque avanzado han mostrado un tono más dubitativo. En general, la volatilidad de los activos financieros se ha estabilizado en niveles parecidos a los observados antes del verano y ha dejado atrás los fuertes repuntes de nerviosismo de los últimos meses. Esta consolidación de un entorno financiero internacional más estable obedece a tres factores principales. En primer lugar, la disminución de la incertidumbre macroeconómica mundial, gracias a unos datos de actividad en EE. UU., Europa y China que, lejos de ser boyantes, no han deparado sobresaltos. Asimismo, la recuperación del precio del petróleo, que en las últimas semanas ha adquirido vigor y ha llevado al barril de Brent a situarse holgadamente por encima de los 40 dólares. Por último, los mensajes acomodaticios de la Reserva Federal (Fed) siguen constituyendo un pilar de apoyo importante que ha sustentado la recuperación de los activos de riesgo.

**Pese al tono positivo de las últimas semanas, la prudencia se prevé necesaria ante la fragilidad del sentimiento inversor.** Las preocupaciones relacionadas con el crecimiento de China o con una posible salida del Reino Unido de la UE se mantienen como espadas de Damocles sobre los mercados internacionales. Además, la consolidación de la tendencia alcista en el mercado del petróleo será esencial para reforzar el tono constructivo de los mercados y darle continuidad, particularmente en el área emergente. La correlación de los precios del crudo con los retornos de los principales activos financieros en los últimos meses ilustra la trascendencia que tendrá este elemento para el desempeño de los activos de riesgo a corto plazo.

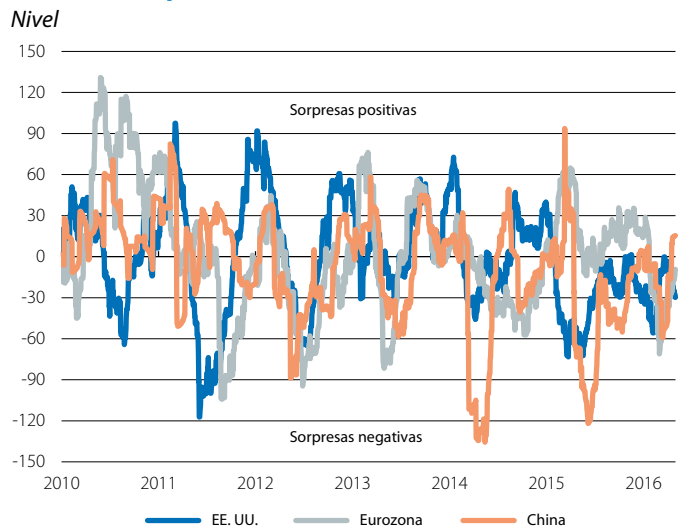
**En el plano monetario, el Banco de Japón arrebató el protagonismo a la Fed.** Sin grandes sorpresas, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed decidió mantener el tipo oficial en el intervalo 0,25%-0,50% en la reunión del 27 de abril. En su comunicado, la autoridad monetaria mantuvo un tono prudente, en particular respecto a la aparente ralentización de la economía estadounidense pese a la mejora sostenida del mercado laboral. En paralelo, cabe destacar que, a diferencia de los comunicados anteriores, ya no se hizo hincapié en los riesgos derivados del entorno económico y financiero internacional. En todo caso, los miembros de la Fed señalaron que permanecerán atentos a la evolución de la inflación y del entorno global. Esta cautela sigue debilitando el dólar, que ha ido fluctuando frente al euro en la franja del 1,13 al 1,14. En cuanto a futuras subidas del tipo oficial, se mantiene la proyección oficial de dos subidas este año, pero el mercado solo anticipa una en diciem-

### Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.



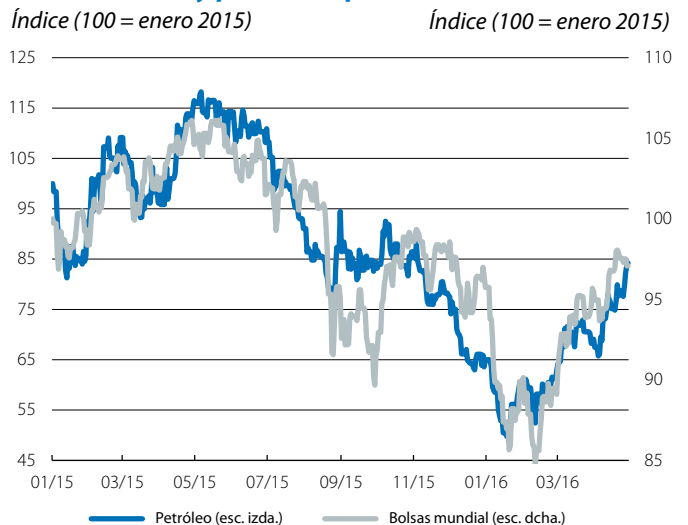
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Índice de sorpresas económicas



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

### Bolsa mundial y precio del petróleo Brent



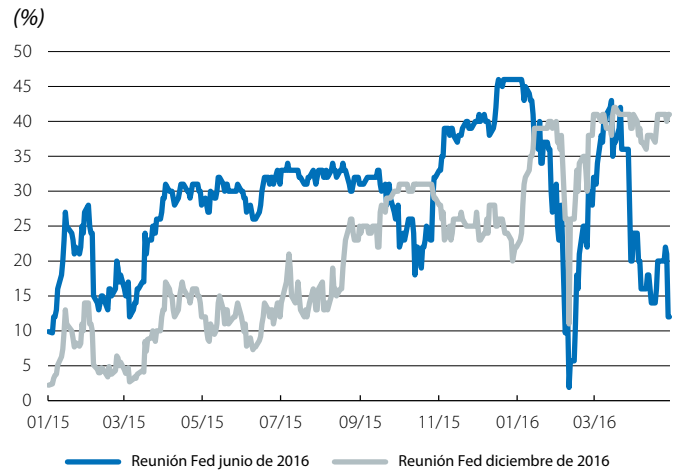
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

bre. Este mes, la sorpresa en el frente de la política monetaria la protagonizó el Banco de Japón, que decidió no introducir cambios en su política monetaria, al contrario de lo que esperaban los mercados. El banco central justificó la decisión, que provocó una caída de la bolsa japonesa y una fuerte apreciación de la divisa nipona frente al dólar, con la necesidad de disponer de más tiempo para evaluar el impacto de los estímulos recientemente introducidos, en particular de los tipos negativos que entraron en vigor a principios de año.

**Mientras tanto, el BCE sigue la hoja de ruta establecida en marzo y divulga los detalles de su programa de compra de bonos corporativos.** Tras el anuncio de una batería de medidas en marzo y tal y como se esperaba, en su reunión de abril el Consejo de Gobierno de la institución europea decidió mantener sin cambios los tipos de interés oficiales. La autoridad monetaria reiteró su mensaje de prudencia y volvió a mostrarse dispuesta a incrementar el grado de laxitud de su política si fuese necesario. Draghi confirmó que el BCE ya ha comenzado a implementar el aumento del ritmo de compras del QE hasta los 80.000 millones de euros mensuales conforme a lo anunciado en marzo y se mostró confiado en un repunte de la inflación en la eurozona durante la segunda mitad del año. El elemento novedoso de esta última reunión fue la divulgación de los detalles del programa de compra de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), que entrará en vigor el próximo mes de junio. En marzo, el BCE ya había anunciado que las compras comprenderán los bonos con grado de inversión denominados en euros de empresas no bancarias constituidas en la eurozona. Esta vez, la institución europea precisó que los bonos elegibles del CSPP tendrán un vencimiento comprendido entre seis meses y 30 años y que comprará tanto en el mercado primario como en el secundario hasta un límite del 70% de cada emisión. Aun así, quedó por confirmar el ritmo de compra mensual, que podría situarse entre 8.000 y 10.000 millones según el consenso de analistas.

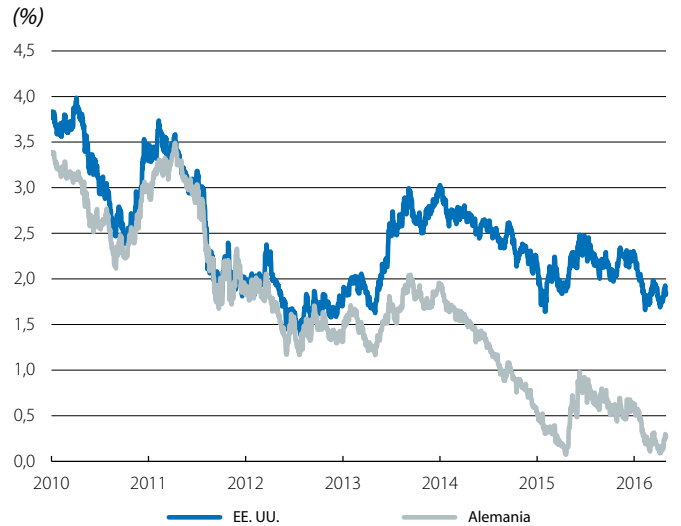
**El mercado de renta fija privada europeo sigue anticipando las compras del BCE.** Los fuertes descensos de las rentabilidades de la deuda corporativa europea que empezaron a registrarse el mes pasado tras el anuncio de la inclusión de bonos corporativos en el QE han tenido continuidad en abril, beneficiando tanto a la deuda con grado de inversión como al segmento *high yield*. En cuanto a la deuda pública, la rentabilidad del *bund* alemán experimentó un leve repunte a lo largo de este mes y llegó a cotizar cerca del 0,3% antes de disminuir ligeramente tras acusar el tono de prudencia del comunicado de la Fed. La combinación de dos factores parece haber apoyado este movimiento al alza. Por un lado, las mayores expectativas de inflación a causa del rebote del petróleo en esos últimos meses se han reflejado poco a poco en los precios del mercado de renta fija. Por otro lado, el hecho de que este repunte fuera acorde con los de otros tipos de interés libres de riesgo (como los de EE. UU. y el Reino Unido) sugiere que responde también a un receso de los flujos «hacia la calidad». Finalmente, la deuda soberana periférica sigue sometida a varios focos de inestabili-

**EE. UU.: probabilidad asociada a la segunda subida del tipo de interés oficial \***



*Nota:* \* Obtenida a partir de los futuros sobre el fed funds.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Rentabilidades de la deuda pública a 10 años**



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

**Expectativas de inflación \***



*Nota:* \* Swaps de inflación, expectativas a 5 años dentro de 5 años.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

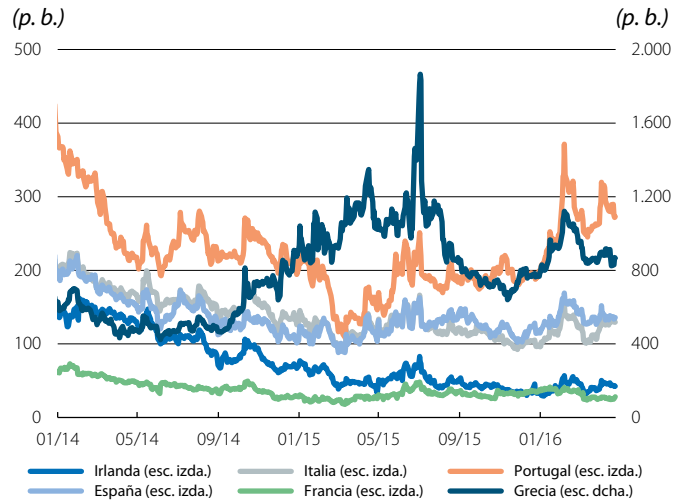
dad, sobre todo en Portugal y Grecia, aunque de alcance y duración limitados. No obstante, en el caso de España, la prima de riesgo terminó el mes con una pauta positiva, al situarse por debajo de los 135 p. b. pese a la confirmación de que se convocarán unas nuevas elecciones generales el próximo 26 de junio.

**La temporada de resultados corporativos del 1T 2016 en EE. UU. discurre según lo previsto.** Habiendo reportado el 58% de las empresas del S&P 500 sus resultados del 1T 2016 a finales de abril, los beneficios registran un retroceso del 5,3%, una cifra ligeramente mejor de lo previsto inicialmente. La apreciación del dólar y el desplome del precio del crudo de los últimos trimestres siguen pesando en las cuentas de las empresas estadounidenses. Sin embargo, la incidencia de ambos factores sobre los beneficios empresariales tenderá a perder intensidad en los próximos trimestres y, en todo caso, estos descensos no se pueden interpretar como la antesala de una recesión en EE. UU. (véase el Focus «Caída de los beneficios en EE. UU.: ¿heraldo de una nueva recesión económica?»). Con todo, el S&P 500 es uno de los pocos índices entre las bolsas desarrolladas que ha logrado superar en abril su nivel de comienzos de año.

**Las bolsas emergentes se desmarcan del resto.** Las bolsas internacionales consolidaron la pauta alcista que se inició a mediados de febrero. Consecuentemente, el índice MSCI de bolsa mundial ya superó su nivel de principios de año. Sin embargo, las plazas bursátiles de los países avanzados adoptaron un tono más dubitativo. En el Viejo Continente en particular, las dudas acerca del sector bancario se tradujeron en un comienzo de mes complicado. No obstante, el rebote de este mismo sector durante la segunda mitad de abril ha vuelto a poner los índices de la bolsa europea en la buena dirección, con repuntes particularmente elevados en el caso de España e Italia. Pero, a lo largo de este mes, los mercados de renta variable del bloque emergente son los que registraron las subidas más pronunciadas. El sólido avance de las cotizaciones de las materias primas, y en particular del petróleo, ha sido un poderoso factor detrás de esta dinámica.

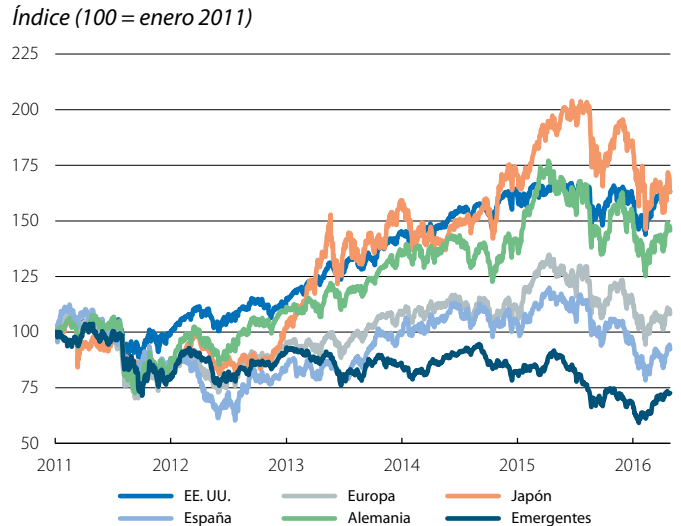
**La pauta alcista del precio del petróleo coge fuerza y propulsa el crudo hacia máximos desde finales de 2015.** Tras tomarse una pausa durante una buena parte del mes de marzo, el precio del petróleo recuperó la tendencia alcista que comenzó a partir de los mínimos de enero. El fracaso de la reunión del 17 de abril en Doha, durante la cual los miembros de la OPEP y otros importantes productores de crudo no lograron alcanzar un acuerdo para limitar de forma coordinada la producción, solo puso temporalmente entre paréntesis la escalada de precios, que terminó el mes por encima de los 48 dólares por barril en el caso del Brent. De cara al futuro, los determinantes de la oferta seguirán siendo los principales factores que dictan las fluctuaciones del precio en el mercado del oro negro. Además de una hipotética limitación de la producción por parte de los miembros de la OPEP, la fuerte caída de la producción del *shale oil* en EE. UU. seguirá presionando al alza los precios a corto plazo aunque, por supuesto, no se pueden descartar episodios de volatilidad en torno a esta tendencia.

**Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años**



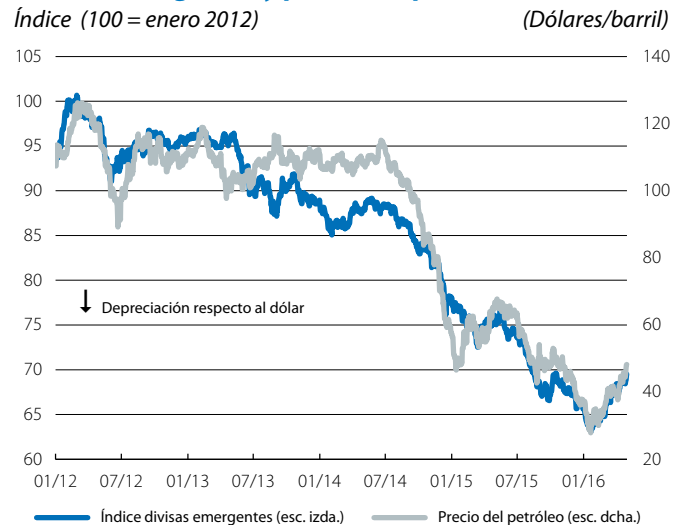
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

**Principales bolsas internacionales**



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

**Divisas emergentes y precio del petróleo Brent**



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