

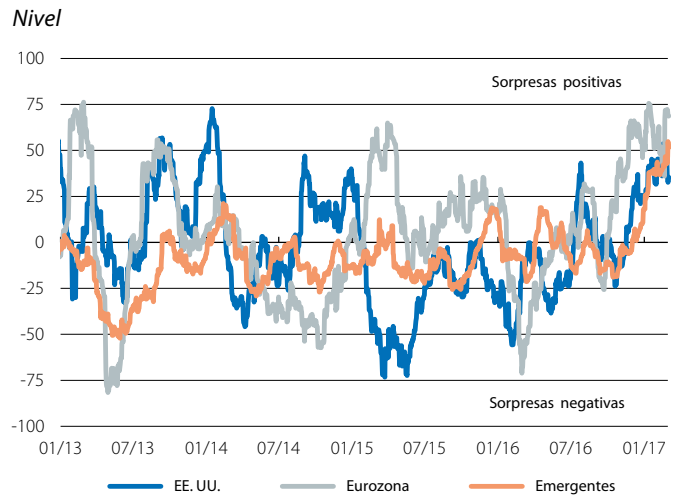
COYUNTURA · Placidez en un entorno político incierto

Los mercados internacionales presentaron una evolución favorable en febrero. La dinámica de *risk-on* y de volatilidad baja que se viene observando desde las elecciones de EE. UU. tuvo continuidad, aunque con algunas intermitencias. Así, en general, los activos con riesgo (bolsas y bonos corporativos) prolongaron su particular senda alcista, los tipos libres de riesgo mostraron estabilidad y el dólar y las materias primas, firmeza. El eje que alimenta esta pauta no ha variado respecto a los últimos tres meses y descansa, en parte, sobre las expectativas de reactivación del crecimiento y la inflación en EE. UU. de la mano de las políticas de la Administración Trump. Con todo, otros factores también han contribuido recientemente en este sentido, como el tono positivo de los indicadores de coyuntura en regiones clave y la buena campaña de beneficios empresariales en EE. UU. Bajo estas coordenadas, el desempeño de algunos activos ha sido portentoso. Es el caso, por ejemplo, de las bolsas estadounidenses, que han alcanzado nuevos máximos históricos, y de las bolsas y divisas emergentes.

Paradójicamente, la exuberancia que muestran algunas clases de activos puede constituir un foco de inestabilidad. En este sentido, la bolsa americana sobresale del resto. En particular, las condiciones de elevada sobrecompra y los indicadores técnicos del mercado bursátil estadounidense aconsejan prudencia. En caso de que la fase actual de *momentum* bursátil no remita de forma autónoma y ordenada, las probabilidades de ocurrencia de una corrección de cierta envergadura se incrementan. Los potenciales desencadenantes de la misma son inciertos, pero conviene no perder de vista que la anticipación de medidas de corte expansivo del Ejecutivo americano constituye el catalizador principal del *rally* bursátil. En línea con lo anterior, el mercado parece descontar en mayor medida los «pros» que los «contras» del programa económico de Trump. En consecuencia, si los inversores pasan a cuestionar los primeros y a dar más peso a los segundos, el ajuste de carteras puede ser brusco y las turbulencias, notables. La divergencia que se observa entre los niveles percibidos de incertidumbre política en EE. UU. y la volatilidad implícita de la bolsa ilustra este último punto (véase el Focus «Cautela, la bolsa estadounidense se adentra en máximos históricos» de este *Informe Mensual*).

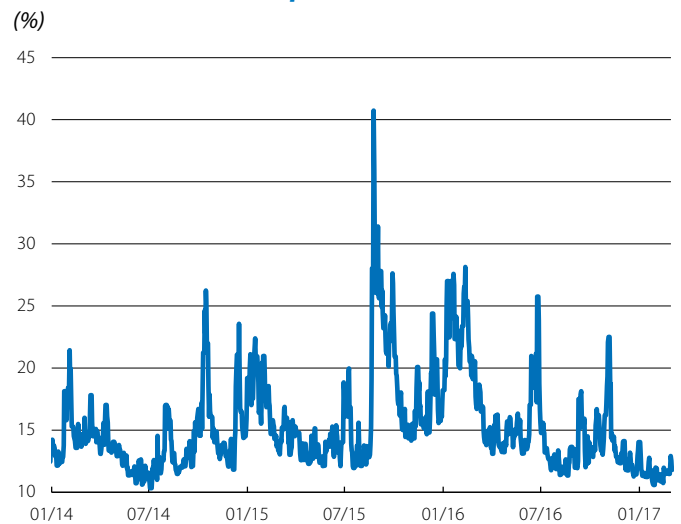
El mercado de *treasuries* da muestras de indefinición. A diferencia del comportamiento de la renta variable, la evolución de la deuda soberana en EE. UU. ha registrado movimientos de ida y vuelta. La rentabilidad del bono a 10 años ha fluctuado alrededor del 2,4% y la del bono a dos años se ha mantenido cerca del 1,2%. Probablemente, la ausencia de novedades en forma de anuncios concretos en el flanco fiscal ha propiciado el pulso tranquilo de la deuda pública estadounidense. A corto plazo, la indefinición de los tipos de interés soberanos puede verse interrumpida por descensos de alcance modesto. Máxime si la concreción de la estrategia impositiva y de gasto público de la nue-

Índice de sorpresas económicas



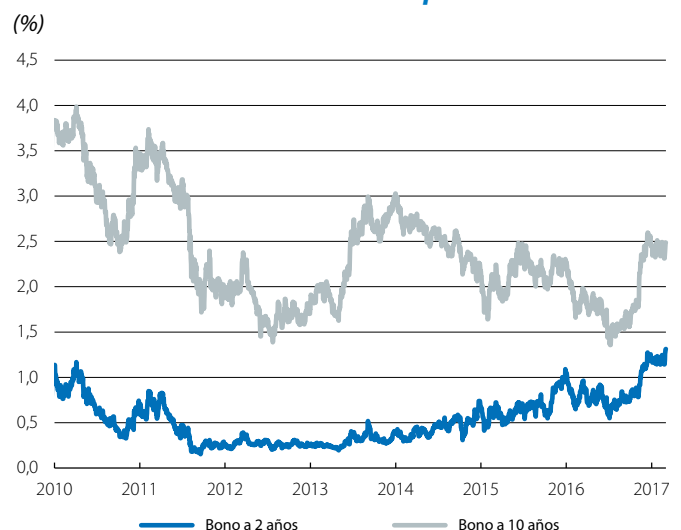
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.

EE. UU.: volatilidad implícita de la bolsa



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

EE.UU.: rentabilidad de la deuda pública



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

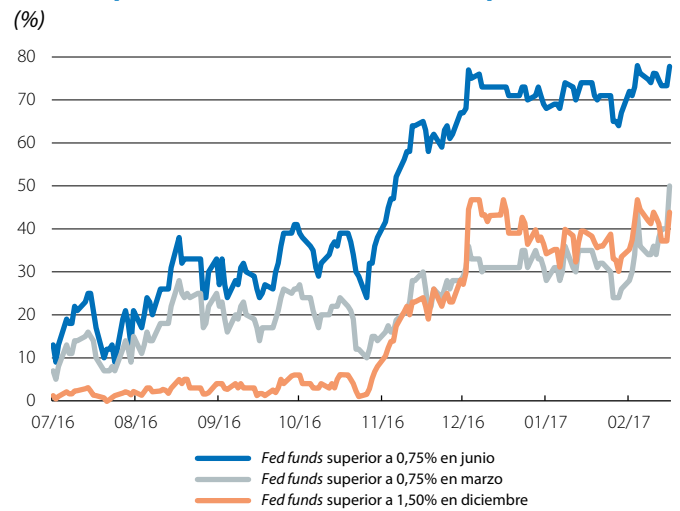
va Administración estadounidense se demora. Otro factor que puede acentuar el repliegue de las *yields* es el posicionamiento inversor sobre los bonos soberanos a largo plazo. En concreto, las posiciones bajistas (que contemplan que las rentabilidades de los bonos aumenten) sobre estos activos por parte de inversores especulativos han alcanzado cotas muy elevadas. En cualquier caso, el escenario que proyectamos a medio plazo para los tipos de interés sigue siendo alcista. La firmeza de los datos de actividad, el vigor del mercado laboral y la intensificación de las presiones inflacionistas avalan esta visión.

La Reserva Federal (Fed) reitera su disposición de seguir avanzando en la normalización de los tipos oficiales. Aunque la autoridad monetaria no se reunió en febrero, los mensajes recientes de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) han resaltado la conveniencia de no posponer las subidas de tipos. La propia presidenta de la entidad, J. Yellen, realizó un firme alegato en este sentido. La evolución reciente y prevista del cuadro macroeconómico sugiere que la Fed no se desviará de sus planes de efectuar tres subidas del tipo de referencia (*fed funds*) este año. Además, la placidez reinante en el entorno financiero global y la mejora de la confianza inversora son condiciones propicias para que la Fed implemente su estrategia. De hecho, destacados miembros del FOMC hicieron hincapié en el tramo final de febrero en efectuar la siguiente subida de tipos «razonablemente pronto». Ello ha llevado a los agentes del mercado de bonos a avanzar la fecha prevista de la misma de mayo a marzo (con una probabilidad superior al 50%). En paralelo, la probabilidad que el mercado otorga a que el banco central lleve a cabo tres o más subidas del tipo oficial en 2017 ha repuntado desde el 30% al 45%.

En la eurozona, el BCE mantiene su política de estímulos pero los inversores comienzan a preguntarse por cuánto tiempo. Al igual que sucediera con la Fed, tampoco hubo reunión del Consejo de Gobierno (CG) del BCE en febrero, pero las declaraciones de los miembros del CG han estado en consonancia con los mensajes que comunicó Draghi en enero, aunque con matices. Esto es, se constata la necesidad de mantener el programa de compra de activos en tiempo y forma para afianzar la recuperación de la inflación subyacente, todavía languideciente. Sin embargo, las sorpresas al alza en los registros de inflación y actividad han enardecido aquellas posturas más críticas con la prolongación de las medidas no convencionales. Por el momento, las expectativas de los tipos monetarios no indican un excesivo nerviosismo inversor para que se adelante la finalización del QE. Pero, previsiblemente, el debate en torno a esta cuestión adquirirá mayor entidad en los próximos meses.

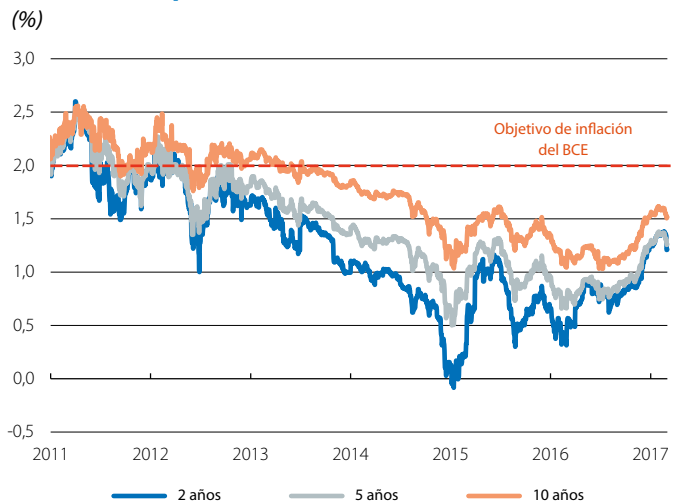
La incertidumbre política marca el paso de la deuda soberana europea. En pocos meses, los riesgos predominantes en la eurozona han pasado de ser de naturaleza macroeconómica (o financiera) a política. En efecto, la incertidumbre política permanece en cotas muy elevadas debido a los múltiples frentes existentes. Las elecciones en los Países Bajos y Francia y la compleja negociación que entraña el *brexit* son los focos destacados, aunque no los únicos. En particular, los inversores se han

EE. UU.: probabilidad de subidas del tipo oficial *



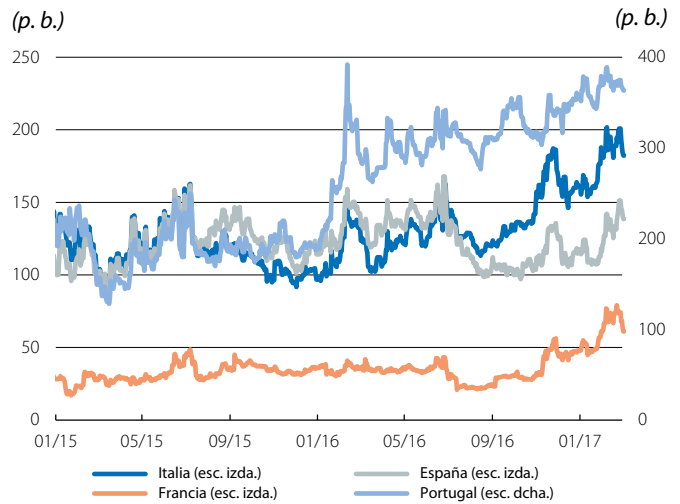
Nota: * Probabilidades calculadas a partir de los futuros del fed funds.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: expectativas de inflación *



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

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



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

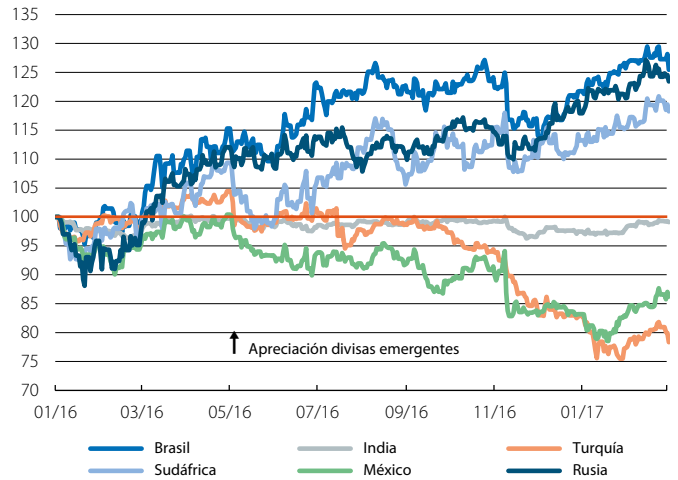
mostrado preocupados por una eventual sorpresa en las elecciones presidenciales francesas. Ello se ha traducido en el repliegue de las rentabilidades del *bund* alemán y en la flexión al alza de las primas de riesgo periféricas, además del repunte de la prima de riesgo de la deuda francesa. Esta última se sitúa alrededor de los 75 p. b. que, si bien no es motivo de alarma, son cotas que no se alcanzaban desde el año 2012.

La renta variable toma impulso, pero la disparidad geográfica y sectorial persiste. A los factores ya señalados como ejes del *momentum* bursátil, cabe mencionar la recuperación de los beneficios corporativos y el redoblado apetito por el riesgo (*search for yield*). La dinámica alcista ha sido particularmente acusada en EE. UU., donde los cuatro grandes índices (S&P 500, Dow Jones, Nasdaq y Russell) han alcanzado nuevos máximos históricos. En relación con las cuentas empresariales, el crecimiento de los beneficios en EE. UU. ha sido razonablemente satisfactorio (5% interanual) tras los sinsabores de trimestres anteriores. Destaca el avance de los beneficios del sector tecnológico y financiero (alrededor del 10% en ambos casos). La disparidad sectorial de los retornos bursátiles también ha sido acusada, con los sectores tecnológico, financiero y de construcción a la cabeza. Por otro lado, el desempeño de la renta variable de la eurozona ha vuelto a quedar rezagado respecto al de EE. UU. (2,1% frente al 5,5% en lo que va de año), pauta que ha devenido habitual en los últimos años. Sin embargo, los beneficios en la región dan señales claras de recuperación y, a falta de reportar algo menos de la mitad de las compañías, estos han crecido un 12% interanual en el 4T 2016. Este último elemento, junto a la mejora de las perspectivas económicas de la eurozona, contrasta con el pobre comportamiento relativo de la mayoría de bolsas europeas. Ello deja entrever los efectos de la elevada incertidumbre política en Europa sobre el apetito inversor hacia las bolsas del Viejo Continente.

Los activos del área emergente capean con nota el complejo panorama político del bloque avanzado. Como se apuntaba al inicio de este artículo, las bolsas y divisas emergentes han mostrado ganancias sólidas. El conglomerado bursátil emergente registra un avance del 5% en febrero. Por su parte, el índice J. P. Morgan de divisas emergentes se ha apreciado un 2,5% durante el mes de febrero y ya ha recuperado la totalidad del retroceso que siguió a las elecciones en EE. UU. El mercado de renta fija no ha quedado al margen de esta pauta y las primas de riesgo soberanas y corporativas han descendido. Los buenos datos de actividad emergentes, la progresiva reconducción de desequilibrios (internos y externos) y unas métricas de valoración atractivas (en agregado) son los factores que sostienen esta tendencia constructiva. La consolidación del precio del petróleo por encima de los 55 dólares por barril también ha contribuido a mejorar la percepción del riesgo emergente. Con todo, los riesgos siguen siendo elevados. Entre ellos, destacan las consecuencias que puede tener sobre la evolución del apetito inversor el aumento de los tipos de interés por parte de la Fed, especialmente si acaba siendo más rápido de lo que descuenta el mercado. El contrapunto a la bonanza del área emergente lo siguen encarnando México y Turquía, eslabones de debilidad por causas idiosincráticas.

Divisas emergentes frente al dólar

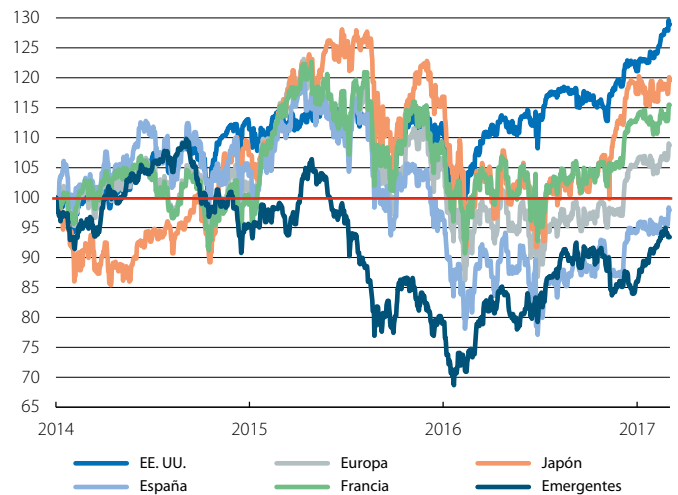
Índice (100 = enero 2016)



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

Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2014)

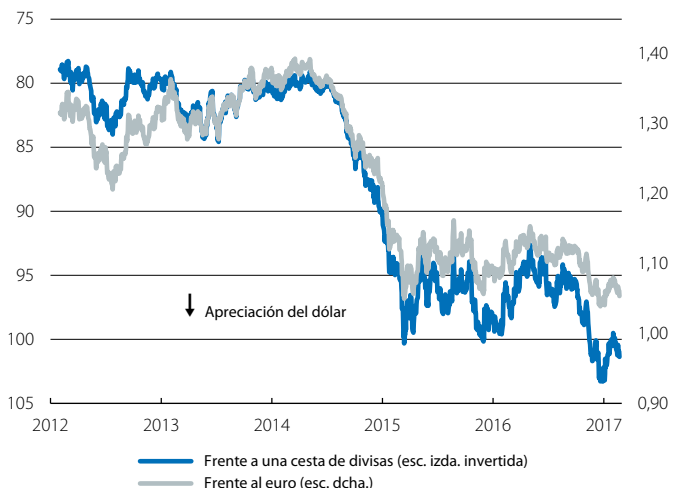


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipo de cambio del dólar

Índice

(Dólares por euro)



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