

COYUNTURA · Un camino ascendente sembrado de incertidumbre

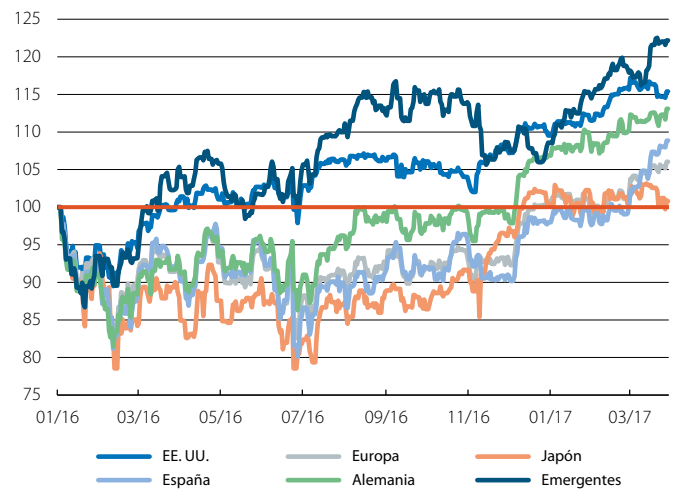
Los mercados financieros mantienen un tono globalmente constructivo. Dos fases caracterizaron la evolución de los mercados financieros durante las últimas semanas. El inicio del mes de marzo estuvo marcado por un resurgimiento de la aversión al riesgo que ya se observaba en los últimos días de febrero y que se tradujo en un repliegue de los principales activos de riesgo, en particular, los de renta variable emergente. La razón de este repliegue fue el temor de un endurecimiento de la política monetaria estadounidense más agresivo de lo anticipado, fomentado por la solidez de varios indicadores de actividad de EE. UU. Sin embargo, en la segunda parte del mes, se reanudaron las compras en los principales mercados de activos de riesgo, apoyadas en el tono más conservador y equilibrado del mensaje que adoptó la Reserva Federal (Fed) al anunciar una nueva subida del tipo oficial.

La volatilidad se mantiene en cotas relativamente bajas pese al leve repunte observado en los últimos días del mes. Este bajo nivel de aversión al riesgo es, sin embargo, una fuente de preocupación si tenemos en cuenta los varios focos de incertidumbre que siguen rodeando al entorno financiero global. Por un lado, existe un elevado nivel de incertidumbre sobre las políticas de la Administración Trump (impulso fiscal, deriva proteccionista, etc.), así como el grado de apoyos que puede conseguir. Por otro lado, en Europa, las numerosas citas electorales siguen monopolizando la atención de los inversores y el nerviosismo podría intensificarse a medida que se acerquen las elecciones francesas en mayo. Con todo, los comicios holandeses, la primera gran cita electoral europea, con unos resultados favorables a la formación de un gobierno continuista, han contribuido a contener el riesgo político en la eurozona. Finalmente, el menor potencial alcista de las materias primas y del precio del petróleo, en particular, podría añadirse a la lista de riesgos para los mercados financieros en los próximos meses.

El BCE mantiene los parámetros de su política monetaria pero mejora el mapa de riesgos. Tal y como se esperaba, la reunión de marzo del Consejo de Gobierno del banco central de la eurozona se saldó con pocas novedades. Ningún cambio fue introducido en la política monetaria del BCE, que seguirá con la compra de 60.000 millones de euros de bonos mensuales entre abril y diciembre de este año, en consonancia con los ajustes de su programa de compra de bonos anunciados en diciembre. Con todo, la autoridad monetaria mejoró el mapa de riesgos bajistas por la firmeza de la demanda doméstica de la eurozona y el menor riesgo de deflación. En este contexto, el BCE revisó ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento para la eurozona: 1,8% en 2017 y 1,7% en 2018 (+0,1 p. p. en ambos casos). En lo que respecta a la inflación, la institución remarcó que los fuertes repuntes de la inflación general obser-

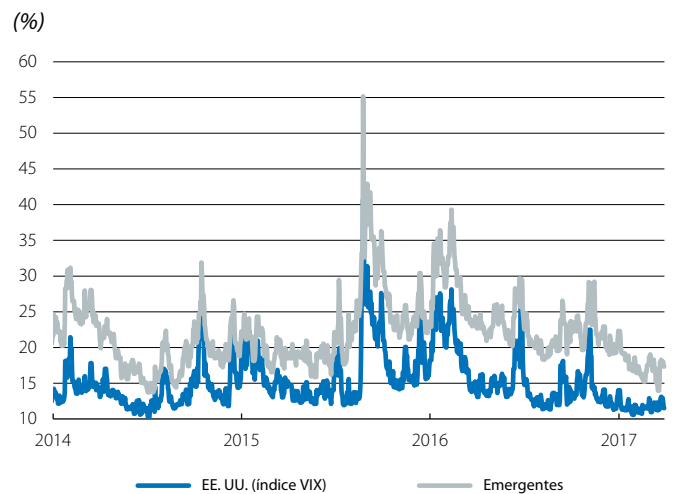
Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2016)



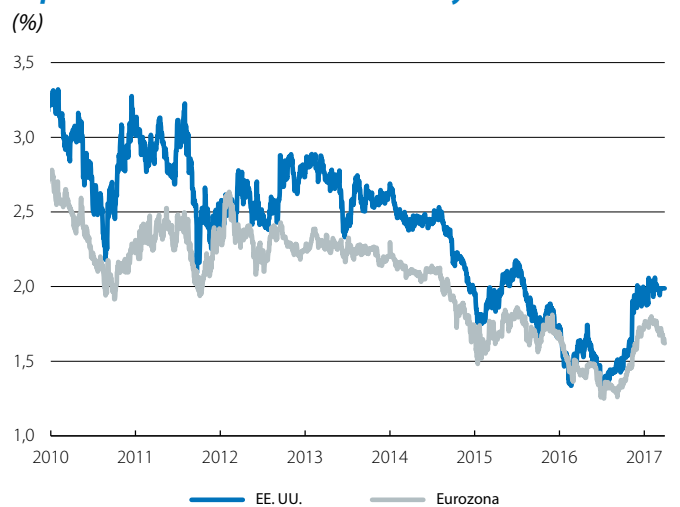
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU. y emergentes: volatilidad implícita de la bolsa



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

Expectativas de inflación*: EE. UU. y eurozona



Nota: * Swaps de inflación, expectativas a 5 años dentro de 5 años.

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

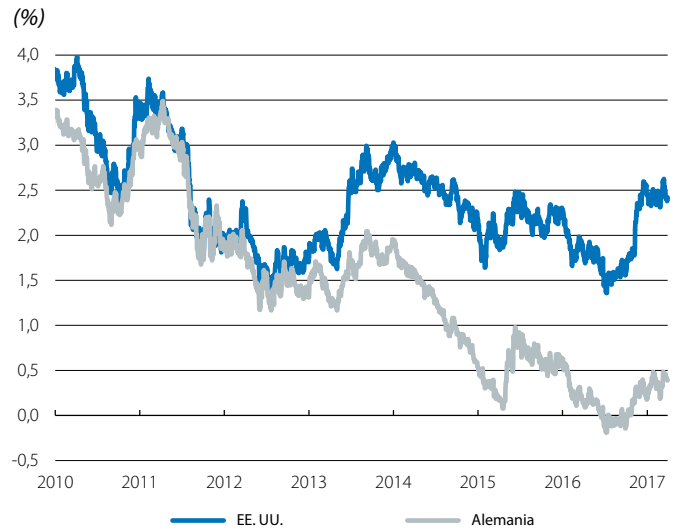
vados en los últimos meses provenían de factores temporales (como el repunte del precio del petróleo) e hizo hincapié de nuevo en la necesidad de ver una recuperación autosostenida de la inflación subyacente para contemplar la posibilidad de una inflexión en el tono acomodaticio de la institución.

La Fed anuncia una nueva subida del tipo oficial y mantiene su hoja de ruta de subidas graduales. La Fed aumentó el *fed funds* por segunda vez en tres meses, hasta el intervalo 0,75%-1,00%, tal y como el mercado venía anticipando. Sin embargo, la autoridad monetaria estadounidense adoptó un tono prudente y mantuvo sin cambios su escenario de tipos previsto, con dos subidas adicionales este año y tres más en 2018. Ello obedece a que, en la actualidad, la entidad no percibe una intensificación de los riesgos inflacionistas. En este sentido, Yellen remarcó la disposición del banco central a tolerar desviaciones temporales de la inflación por encima de su objetivo (2%). Por otro lado, en los próximos meses, el debate sobre cuándo la Fed empezará a reducir el balance irá ganando fuerza. En este sentido, contemplamos que la institución monetaria anuncie en el último tramo del año el cese de la reinversión de vencimientos de su cartera de bonos. En este ámbito, una buena comunicación será vital para evitar sobresaltos en los mercados, como los ocurridos, por ejemplo, durante el *taper tantrum* de mayo de 2013.

La incertidumbre política agita a los mercados de renta fija soberana, tanto en EE. UU. como en Europa. Las rentabilidades de la deuda pública estadounidense registraron movimientos de ida y vuelta. Los tipos de corto plazo repuntaron, como el del bono a dos años que superó el 1,3% apoyado por la subida de tipos de la Fed, mientras que los de largo plazo fluctuaron en el intervalo prevaleciente desde comienzos de año (2,4%-2,6% para el bono a 10 años). La incertidumbre en torno a la política impositiva y presupuestaria de la Administración Trump y más recientemente los mensajes continuistas de la Fed prolongaron esta pauta. En la eurozona, el calendario electoral siguió marcando el movimiento de los tipos soberanos, si bien los recientes acontecimientos apoyaron una cierta mejora del sentimiento inversor. En particular, la victoria del candidato de centro derecha en las elecciones generales de los Países Bajos del 15 de marzo cerró el primero de los numerosos focos de incertidumbre en la agenda política europea de este año. Asimismo, la consolidación de la candidatura de E. Macron en las elecciones presidenciales francesas contribuyó a reducir las inquietudes generadas por una posible victoria de M. Le Pen, la candidata de extrema derecha. Con todo, la incertidumbre política se mantendrá y no se pueden descartar completamente eventos disruptivos.

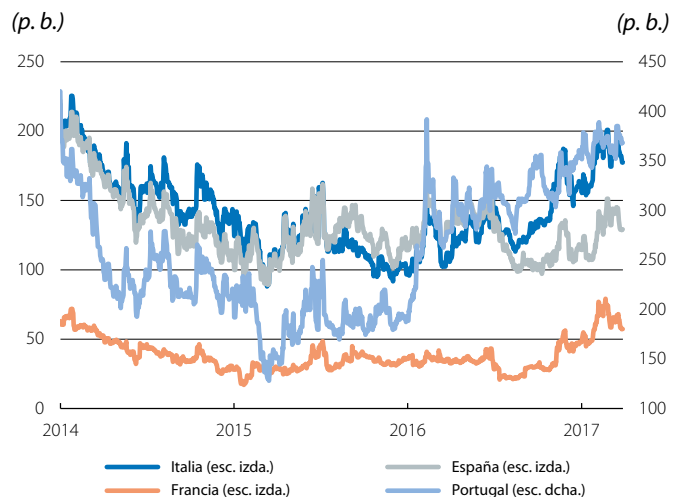
En el mercado cambiario, el cruce euro-dólar flexiona ligeramente al alza. Tras acabar el mes de febrero a la baja y apuntando hacia la zona de los 1,05 dólares, el euro aumentó a principios de marzo para terminar el mes en la zona de los 1,08. La principal causa de este movimiento contrario fue el tono menos restrictivo de lo esperado por parte de la Fed y el mensaje más equilibrado del BCE. En los últimos días del mes, el euro alcanzó máximos del año frente al dólar con el fracaso de la ley

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



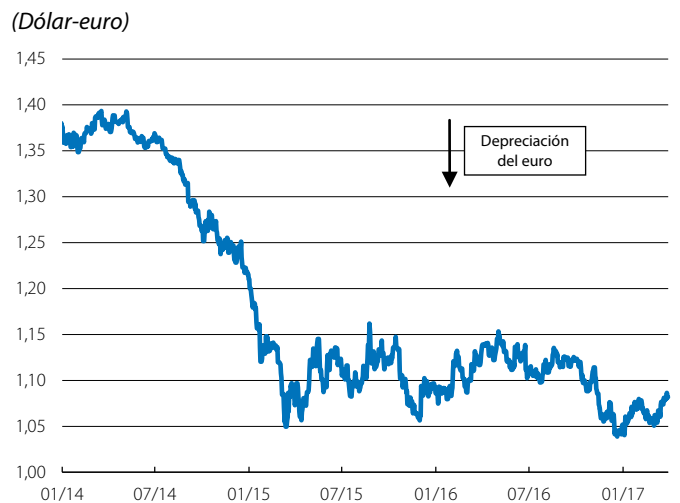
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

Cotización del euro frente al dólar



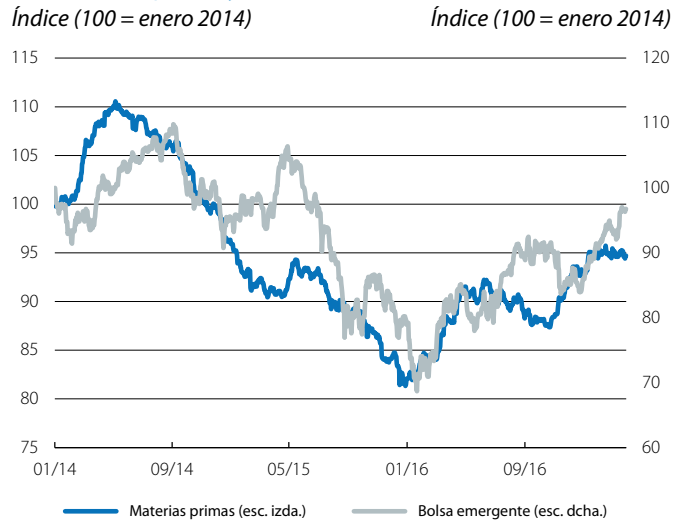
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

sanitaria de Trump, que alimentó las dudas sobre las capacidades reformistas de la nueva Administración americana. Con todo, no introducimos cambios en las previsiones, ya que pensamos que se trata de un movimiento temporal y que las dinámicas divergentes de política monetaria no están totalmente recogidas en los mercados. Se trata, sin embargo, de un escenario con un elevado nivel de incertidumbre, especialmente ante las dudas sobre el impulso fiscal que puede acometer la Administración Trump. En el bloque emergente, las principales divisas recuperaron el tono constructivo que se había observado en los últimos meses tras un periodo de debilidad al inicio de marzo (por los temores de una política más restrictiva en EE. UU.). Así, el índice global de divisas emergentes de J. P. Morgan recuperó el nivel anterior a la victoria de Trump. Esta fuerte recuperación que se observó justo después de la reunión de la Fed es una señal positiva que parece indicar que los mercados financieros emergentes son capaces de soportar una subida gradual del *fed funds*.

Las bolsas emergentes se mantienen al alza. Ni la incertidumbre sobre las políticas de Trump ni la renovada debilidad de las materias primas impidieron a la mayoría de las principales bolsas emergentes cerrar el mes de marzo en positivo. Sin embargo, los activos de renta variable emergente se mostraron más sensibles a los cambios de perspectivas de política monetaria en EE. UU., con caídas notables al inicio del mes, alimentadas por las expectativas de una Fed más restrictiva, y una fuerte recuperación después, apoyada por el mensaje cauteloso de la institución. En el bloque desarrollado, las bolsas continuaron con un tono constructivo, aunque a un ritmo más moderado que en los últimos meses. Este mes destacó, especialmente, el buen desempeño de la bolsa española, con el índice Ibex 35 que se ha instalado por encima de los 10.000 puntos gracias, sobre todo, al sector bancario.

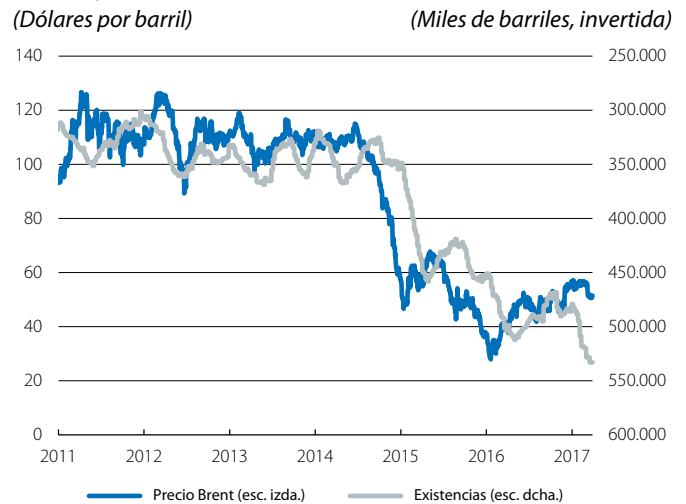
Precio del petróleo: nuevas caídas y cambio en las previsiones. Tras un inicio de año relativamente estable, después del fuerte rebote que siguió al acuerdo de la OPEP, el precio del crudo ha vuelto a mostrar señales de debilidad. En marzo, el precio del barril Brent registró nuevas y pronunciadas caídas, y volvió a cotizar justo por encima de los 50 dólares, rompiendo claramente la barrera de los 55 dólares superada con el recorte de producción acordado por la OPEP. La volatilidad del petróleo se mantendrá elevada a medio plazo, pero varios factores llevan a pensar que la tendencia al alza del precio será inferior a la prevista anteriormente. Destaca un repunte de la producción de *shale* en EE. UU. más sólido de lo inicialmente previsto. Ello sugiere que las ganancias de productividad del sector están siendo notables y que es rentable con precios inferiores a 60 dólares. Asimismo, también fue importante el aumento de las existencias en EE. UU., que alcanzaron un nuevo máximo histórico en el inicio del mes de marzo. En este contexto, revisamos a la baja la senda gradual de subida del precio del barril Brent, que debería alcanzar los 58,5 dólares a finales de 2017 (antes 62,6 dólares) y los 64 dólares a finales del 2018 (antes 69 dólares).

Bolsa emergente y materias primas



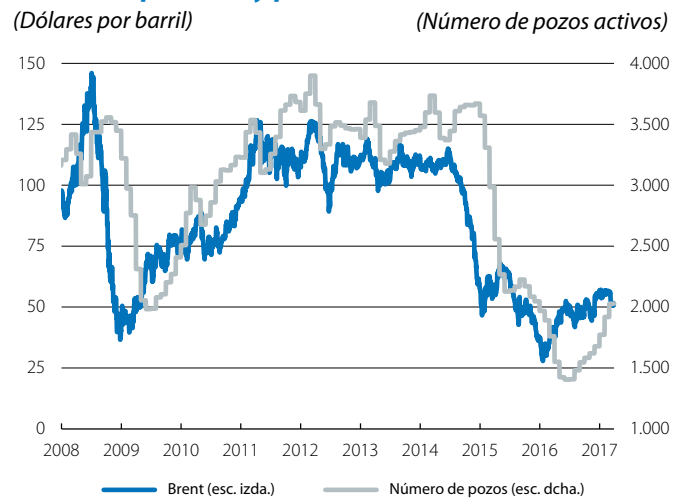
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio y existencias de crudo en EE. UU. *



Nota: * Excluyendo las reservas estratégicas. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio del petróleo y pozos activos



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