

COYUNTURA · Placidez en los mercados tras la victoria de Macron

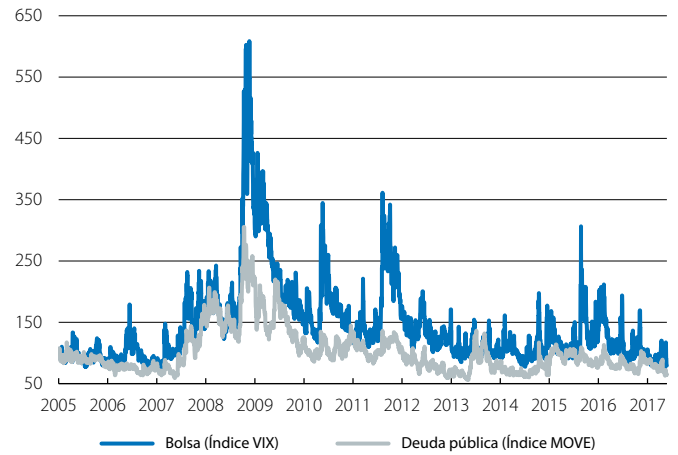
El clima de placidez del entorno financiero global se prolonga. En general, los activos con riesgo (bolsas y bonos corporativos) han presentado una evolución positiva en el cómputo mensual, especialmente en Europa. Las volatilidades de los activos financieros han continuado descendiendo hasta situarse en niveles no vistos en mucho tiempo. El principal catalizador de esta dinámica ha sido el desenlace favorable de las elecciones francesas, que ha supuesto el cierre de un importante riesgo de cola para el devenir de la eurozona. Otros factores que también han contribuido favorablemente han sido la intensificación del *momentum* del crecimiento en la zona euro y el balance positivo de la campaña de beneficios del 1T 2017. Las notas disonantes las han encarnado las materias primas, que han mostrado un tono inestable, y Brasil. Los activos brasileños se vieron sacudidos en el último tramo de mayo por el rebrote de la inestabilidad política. Con todo, el impacto de este episodio está siendo local, y afecta principalmente a la bolsa brasileña y al real.

Los factores de fondo sobre los que se asienta este escenario de bonanza se mantendrán activos, aunque con matices. La combinación de tasas de inflación (realizadas y esperadas) bajo control y el apoyo de los bancos centrales han resultado prolíficos para sostener la buena marcha de los mercados de activos. Previsiblemente, estos factores continuarán presentes a corto plazo, pero su contribución está llamada a difuminarse a medio plazo, especialmente en el apartado de los bancos centrales. Por otro lado, las fuentes de riesgo conocidas parecen controladas; a saber, el creciente auge de los populismos o los temores de un aterrizaje forzoso de la economía china. Sin embargo, conviene prestar atención a aquellas que resultan menos conocidas, o emergentes. La lista es larga, pero destacan las señales de debilitamiento del ciclo financiero en EE. UU. y las elevadas valoraciones de las bolsas en ese país.

En el apartado de los bancos centrales, la Reserva Federal (Fed) no altera sus directrices, a pesar del débil dato del PIB en el 1T 2017. El comunicado oficial de la última reunión de la Fed adoptó un enfoque de «botella medio llena». Si bien la institución constató el mal dato de crecimiento en el 1T 2017 y la reciente desaceleración de la inflación, catalogó el primer desarrollo como «transitorio». La entidad también enfatizó que la inflación, a pesar de la debilidad reciente, se mantuvo alrededor de su nivel objetivo (2%). La visión positiva del banco central sobre los fundamentos y los riesgos del escenario macroeconómico estadounidense sugieren que la próxima subida de tipos podría tener lugar en junio, tal y como contemplan las previsiones de CaixaBank Research, circunstancia que cobró mayor probabilidad tras la publicación de las minutas de la reunión. Finalmente, estas también revelaron información sobre los próximos pasos en materia de política de balance. En par-

Volatilidad implícita en los mercados financieros

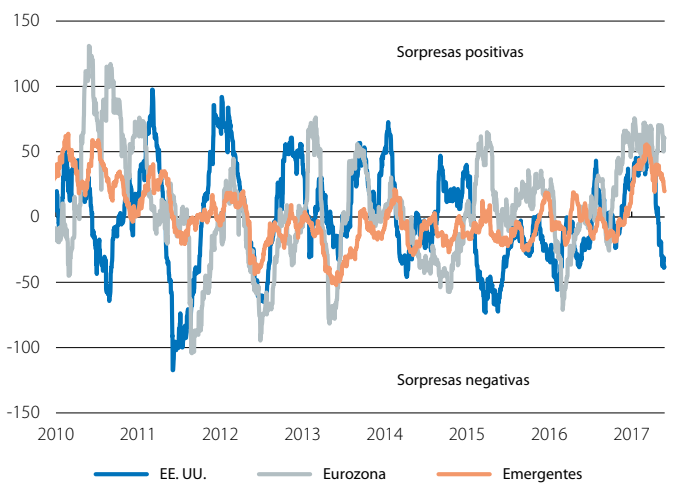
Índice (100 = enero 2005)



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

Índice de sorpresas económicas

Índice

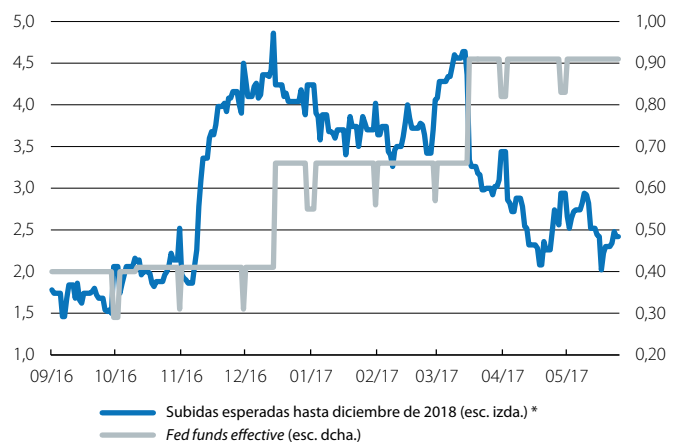


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.

EE. UU: tipo de interés fed funds effective y subidas esperadas

(Número de subidas)

(%)



Nota: * Calculadas a partir de los futuros del fed funds. Se asumen subidas de 25 p. b. cada una. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

titular, la mayoría de miembros de la Fed consideraron apropiado poner fin a la reinversión de su cartera de bonos este año y adoptar un enfoque gradual en su ejecución. En este sentido, situamos el anuncio de este cambio en la orientación del balance de la Fed en el 4T 2017.

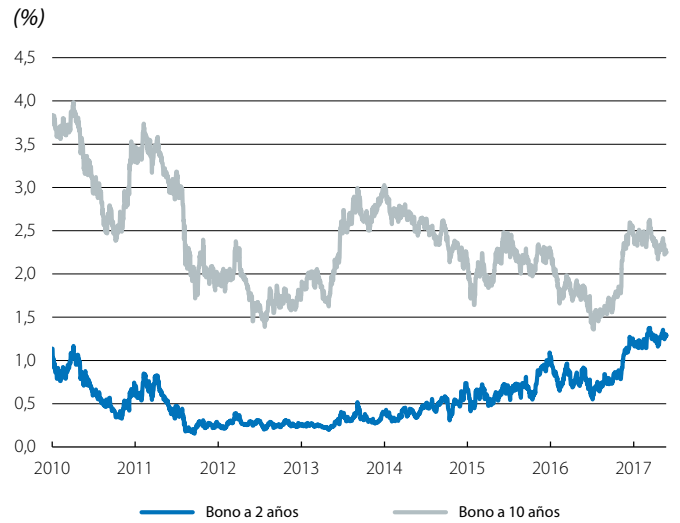
La tónica de indefinición del mercado de deuda pública estadounidense persiste. Los mensajes de firmeza transmitidos por la Fed no alteraron en demasía el mercado de bonos soberanos. De hecho, los bonos a 10 años descendieron hasta el 2,20% mientras que los bonos a 2 años, sujetos en mayor medida a las expectativas de los tipos oficiales, se mantuvieron alrededor del 1,30%. Varios elementos parecen estar detrás de la atonía más reciente de las rentabilidades de la deuda soberana. Por un lado, las crecientes dudas en torno a la capacidad de la Administración Trump para implementar su agenda reformista. Por otro lado, el pulso algo más débil de lo anticipado de la inflación. Las dudas de los agentes del mercado de bonos también se reflejan en sus expectativas de los tipos de interés oficiales. En este sentido, los futuros del *fed funds* descuentan entre dos y tres subidas acumuladas hasta diciembre de 2018. Un escenario que, a la luz de las previsiones de CaixaBank Research, deberá ir convergiendo hasta descontar cuatro o cinco subidas del *fed funds*.

El BCE prepara el viraje hacia un discurso cada vez más equilibrado, aun cuando mantendrá la escala de los estímulos monetarios sin cambios. En su reunión de abril, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE valoró positivamente las señales que apuntan a la intensificación del crecimiento de la región. La valoración de los riesgos para el escenario económico también mejoró, aunque todavía permanecen sesgados a la baja. Sin embargo, no cabe duda de que la disminución del riesgo político tras el resultado electoral en Francia reduce la incertidumbre asociada al cumplimiento del escenario central de previsiones del BCE. Por ello, es probable que la autoridad monetaria eleve su lectura del mapa de riesgos y señale que estos están «equilibrados». Ello se antoja como un paso previo al anuncio del cese progresivo de las compras de bonos, que esperamos que tenga lugar en diciembre.

Los nubarrones se retiran del mercado de deuda soberana europeo ante la remisión del riesgo político. La victoria del centrista Macron en las elecciones presidenciales francesas ha supuesto un claro factor de apoyo para la deuda periférica. Así, la prima de riesgo española descendió desde los 150 p. b. hasta los 120 p. b., la italiana desde los 210 p. b. hasta los 170 p. b. y la francesa desde los 75 p. b. hasta los 40 p. b. durante el último mes y medio. Por su parte, la rentabilidad del *bund*, activo refugio por antonomasia de la eurozona, repuntó cerca de 10 p. b., hasta el 0,40%. El clima de bonanza reinante en la eurozona, junto a las dudas del escenario político de EE. UU., ha propiciado una notable apreciación del euro en el último mes, tanto frente al dólar (3%) como frente al conjunto de divisas (1,5%).

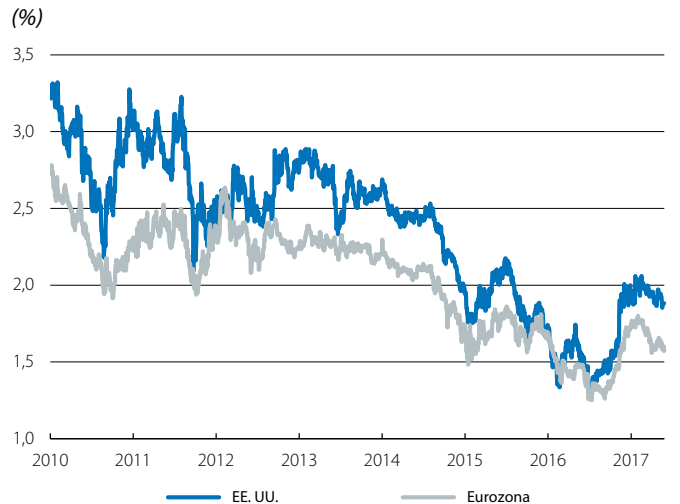
Los mercados de acciones del Viejo Continente brillan con luz propia en el panorama bursátil internacional. Bolsas

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública



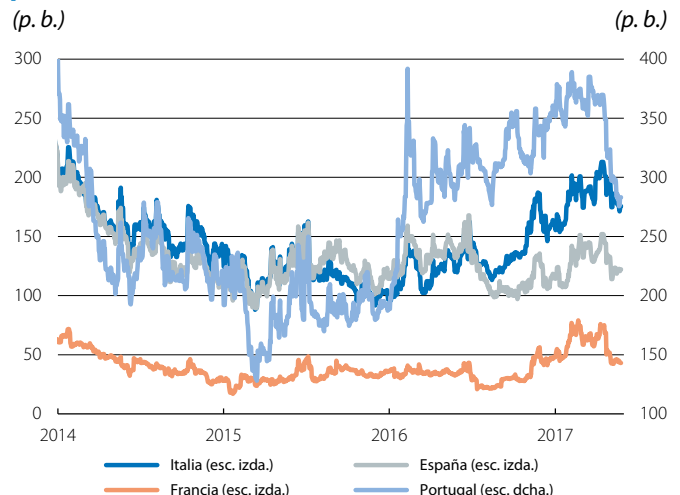
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

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



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

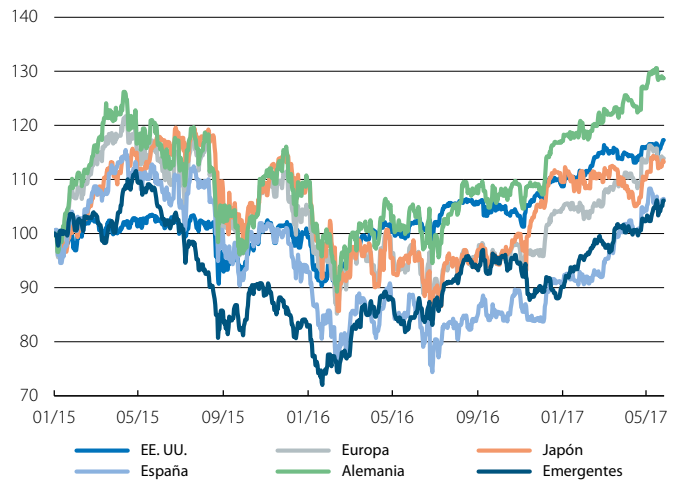
como la europea (Eurostoxx 50) o la española (Ibex 35) alcanzan revalorizaciones en el acumulado anual (hasta mayo) del 10% y del 17%, respectivamente. En términos relativos, el balance también es favorable, dado el pulso menos vigoroso de las bolsas en EE. UU. durante ese periodo (7%). A las palancas ya mencionadas detrás del ímpetu bursátil, se suma la solidez de la temporada de beneficios empresariales del 1T 2017. Destacan las sorpresas positivas que han deparado los sectores energético y bancario. La ausencia de sobresaltos destacables (la volatilidad implícita alcanza mínimos históricos) ha favorecido que las bolsas emergentes no se hayan alejado de esta pauta. En concreto, el índice MSCI emergente ha mostrado un desempeño más que notable y avanza un 16% en el año. Más titubeante ha sido el comportamiento de la bolsa americana, si bien cabe notar que permanece en máximos históricos. Las dudas de los inversores sobre las reformas con mayor incidencia potencial en el mercado de acciones han pesado sobre el ánimo inversor y también las cada vez mayores valoraciones de la renta variable en EE. UU. En este sentido, la vulnerabilidad de este mercado no es menor en caso de que la Fed realice advertencias explícitas sobre la complacencia bursátil o imprima mayor velocidad a su estrategia de normalización.

Firmeza del entorno financiero emergente salpicado con trazas de debilidad. Además de las bolsas, los *spreads* y las divisas del conglomerado emergente han exhibido un comportamiento, en conjunto, positivo. La disección de esta dinámica constructiva sugiere que los factores de índole interna, como la buena marcha de los indicadores de actividad, no son los únicos que contribuyen a explicarla. La pérdida de fuelle del dólar y las expectativas de mercado de una normalización de tipos en EE. UU. muy parsimoniosa también están desempeñando un papel relevante. El contexto de estabilidad se vio algo empañado a finales de mayo por el rebrote de la inestabilidad política en Brasil. Como consecuencia, los activos financieros del país sufrieron una fuerte sacudida: la bolsa de São Paulo se desplomó un 10% y el real se depreció un 7% frente al dólar. Las implicaciones y el alcance de este nuevo episodio son difíciles de predecir, aunque sus derivadas al resto del área emergente se antojan muy limitadas. Más desapercibida pasó la rebaja del *rating* soberano de China por parte de la agencia Moody's, que la redujo un escalón, de Aa3 a A1. Los mercados financieros domésticos acogieron con templanza esta decisión.

El petróleo se muestra volátil antes y después de la reunión de la OPEP. En las semanas previas al encuentro bianual del cartel petrolero en Viena, el precio del barril de Brent repuntó un 10%, hasta los 54 dólares, ante la expectativa de que la OPEP prolongase los recortes de producción. Sin embargo, el precio del crudo reaccionó con descensos cercanos al 5% tras la ratificación del acuerdo de los países productores para extender la reducción de oferta hasta marzo de 2018. Con todo, más allá de la reacción inicial, pensamos que a medio plazo la decisión del cartel resultará efectiva a la hora de impulsar moderadamente los precios del petróleo. En el Focus «Precio del crudo: el rompecabezas del impacto del recorte de la OPEP» de este mismo *Informe Mensual* se desgranar los detalles de esta visión.

Principales bolsas internacionales

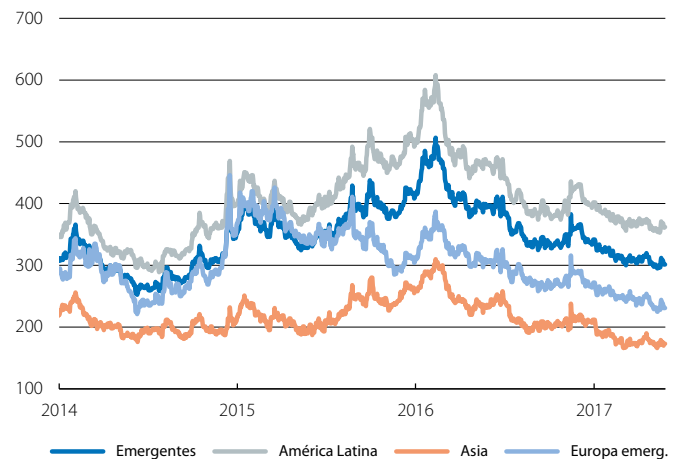
Índice (100 = enero 2015)



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

Spreads de bonos soberanos emergentes *

(p. b.)



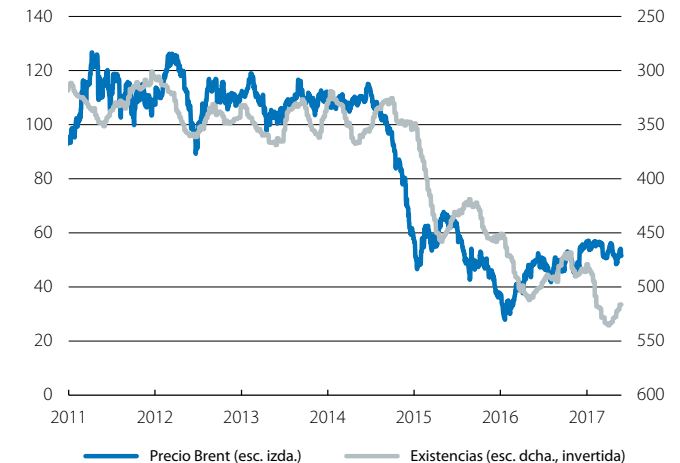
Nota: * Respecto a una cesta de bonos de EE. UU.

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

Precio y existencias de crudo en EE. UU. *

(Dólares por barril)

(Millones de barriles)



Nota: * Excluyendo las reservas estratégicas.

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