

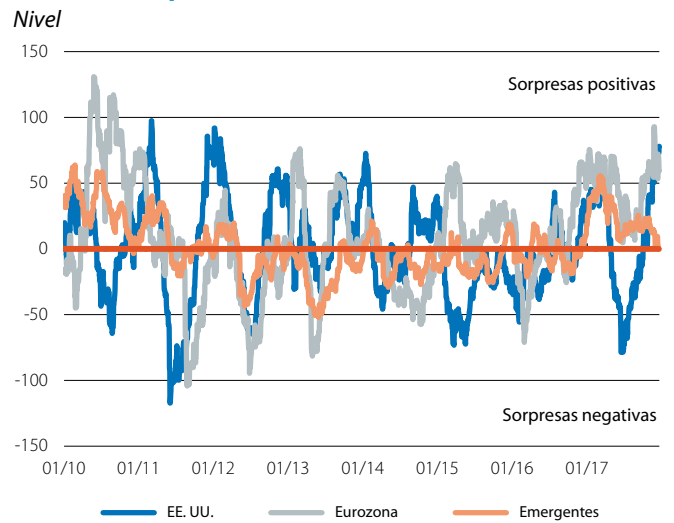
COYUNTURA · Los mercados financieros internacionales cierran el año con templanza

Los mercados acaban un buen año con sobriedad. En un escenario macroeconómico positivo, que ha cumplido con la aceleración del crecimiento global pronosticada a finales de 2016, los mercados financieros internacionales exhibieron un tono constructivo. En conjunto, el año se caracterizó por importantes avances en las cotizaciones bursátiles, aumentos moderados de los tipos de interés, una depreciación generalizada del dólar frente a las principales divisas internacionales y un incremento gradual del precio del petróleo. Un reflejo claro de este panorama macrofinanciero positivo lo encontramos en la estrategia de tipos de la Fed. Tras un 2016 dubitativo, en el que la Fed subió tipos en una única ocasión, en 2017 la institución mostró mayor confianza en el escenario macrofinanciero, completó tres subidas de tipos (la última, el pasado diciembre) y reiteró la expectativa de tres nuevos incrementos de cara a 2018. Así, mientras que a principios de año los mercados mostraban cierto escepticismo en torno a la estrategia anunciada por la Fed, en los últimos meses los inversores han ido ajustando al alza sus expectativas de tipos de interés. Con todo ello, en diciembre, los mercados financieros pusieron fin al año con aumentos de los tipos de interés soberanos de EE. UU. y Alemania, y ganancias moderadas en las bolsas avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, las bolsas registraron ganancias pese a mostrar cierta volatilidad y las divisas prosiguieron con una ligera apreciación frente al dólar.

La madurez del ciclo económico y la geopolítica marcarán las cotizaciones en 2018. Paralelamente a la mayor firmeza macroeconómica, en 2017 los mercados operaron en un entorno de volatilidad financiera muy baja, tanto en renta fija como variable. Así, después de dejar atrás el episodio de aversión al riesgo alrededor de las elecciones presidenciales francesas (primera mitad de año), el clima de baja volatilidad solo se vio perturbado por repuntes puntuales de la incertidumbre política, especialmente a raíz de las tensiones diplomáticas entre EE. UU. y Corea del Norte. Aunque estos repuntes fueron breves y contenidos, la proliferación de riesgos de carácter geopolítico y comercial (recrudescimiento de la guerra fría en Oriente Próximo, tensiones con Corea del Norte y renegociaciones del NAFTA) seguirá siendo una fuente de posible inestabilidad financiera. Además, a este factor habrá que sumarle el hecho de que, a medida que la economía de EE. UU. se adentre en una fase más madura del ciclo, los inversores se pueden volver más sensibles a la aparición de indicadores económicos menos boyantes o sorpresas al alza de la inflación, especialmente dada la existencia de dudas sobre la sostenibilidad de las elevadas cotizaciones de la bolsa estadounidense.

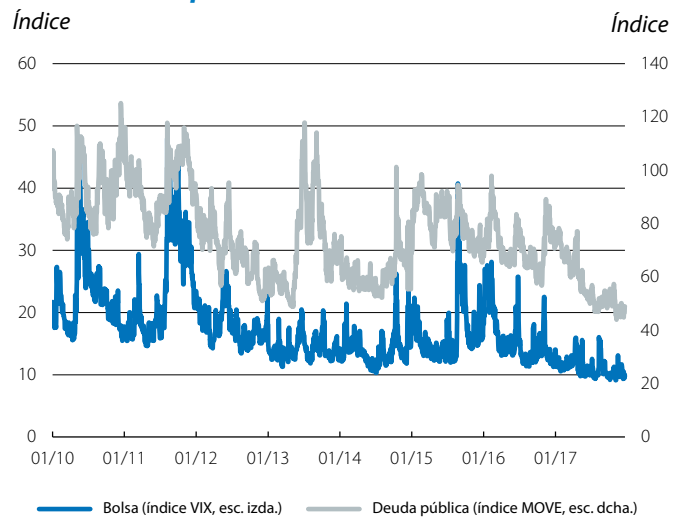
Las bolsas desarrolladas temperan las ganancias. En diciembre, los activos de renta variable de las principales economías avanzadas registraron leves aumentos, lideradas por la bolsa estadounidense y el optimismo inversor alrededor de la refor-

Índice de sorpresas económicas



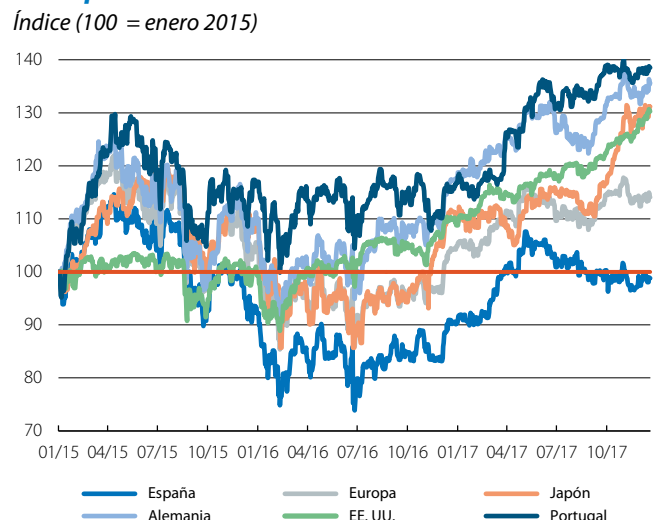
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.

Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

Principales bolsas avanzadas



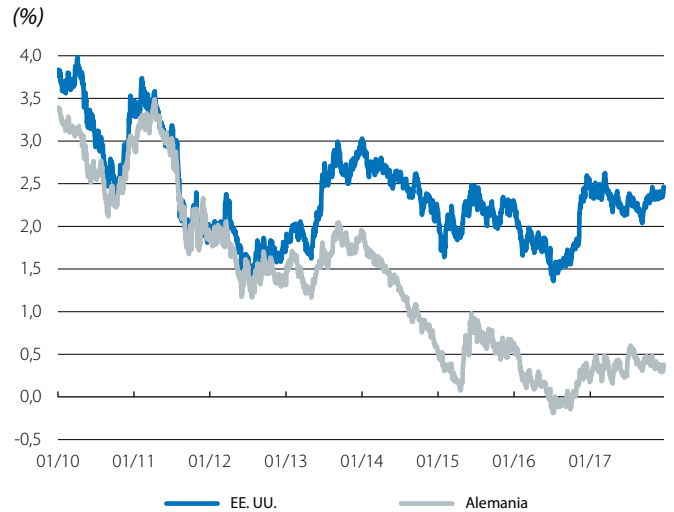
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

ma impositiva recientemente aprobada por el Congreso de los EE. UU. (que incluye una reducción del impuesto de sociedades). Por su parte, las pérdidas terminaron imponiéndose en los principales parques de la eurozona, con más moderación en Alemania y Portugal, y algo más acentuadas en las economías de la periferia. Con ello, la renta variable avanzada cierra un año muy positivo. En EE. UU., el índice S&P 500 registró una revalorización cercana al 20% en el conjunto del año, batiendo máximos históricos mes a mes (aunque, paralelamente, empezaron a surgir dudas sobre su sostenibilidad), mientras que, en Europa, el Eurostoxx 50 completó el año con una revalorización de alrededor del 6,5%.

La Fed cierra 2017 con la tercera subida de tipos del año. Como se esperaba, en la reunión de diciembre, el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) aumentó el tipo de interés objetivo en 25 p. b. hasta el intervalo 1,25%-1,50%. Contrastando con el clima dubitativo de 2016, cuando solo se había realizado una de las tres subidas previstas, durante 2017 la Fed incrementó el tipo de referencia en tres ocasiones (marzo, junio y diciembre) y cumplió, así, con los pronósticos fijados en diciembre de 2016. Además, la actualización trimestral del cuadro macroeconómico de la Fed reflejó la perspectiva de que la economía estadounidense seguirá creciendo por encima de su potencial en los próximos años, en unas previsiones que, según indicó la presidenta Janet Yellen, incorporan el impacto de la reforma impositiva de la Administración Trump. Por ello, los miembros del FOMC reafirmaron la voluntad de seguir con el endurecimiento gradual de la política monetaria y reiteraron una proyección de tres subidas de tipos en 2018, y dos más en 2019, una expectativa acorde con el escenario de CaixaBank Research. Tras estos anuncios, los mercados reaccionaron sin movimientos de calado, aunque cabe destacar que, desde septiembre, el número de subidas de tipos esperado por el mercado de cara a 2018 se ha movido paulatinamente al alza, pasando de una a dos.

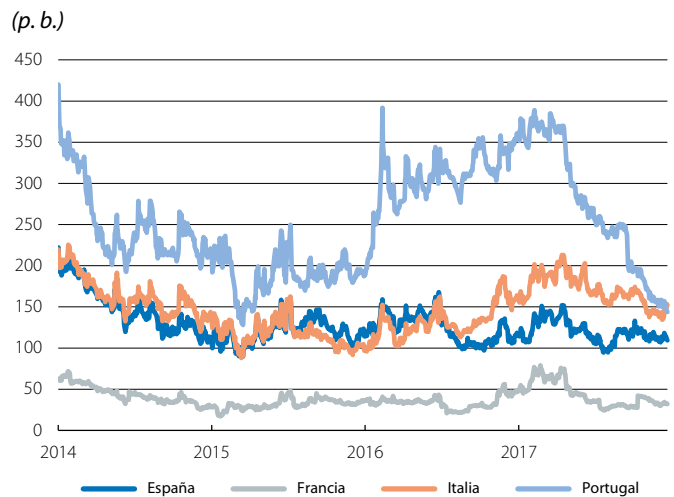
El BCE encara 2018 con perspectivas más firmes para la eurozona. Tras los importantes anuncios de octubre (prolongación del programa de compra de activos (QE) entre enero y septiembre de 2018 a un ritmo de 30.000 millones mensuales), en diciembre la reunión del Consejo de Gobierno (CG) del BCE se saldó sin cambios en los parámetros de política monetaria. Así, el CG se concentró en la actualización del cuadro macroeconómico referente a 2018-2020 y, como ya había hecho en distintas ocasiones a lo largo del año, el BCE revisó al alza las perspectivas de crecimiento de la eurozona. Del mismo modo que, en la primera mitad de 2017, estas revisiones al alza contribuyeron a reorientar las expectativas de los inversores hacia la reducción del QE anunciada el pasado octubre, el mayor optimismo que destila el nuevo cuadro macroeconómico refuerza la expectativa de que, en la segunda mitad de 2018, se anuncie el fin de las compras netas de activos. Sin embargo, la actualización del escenario económico también refleja una recuperación muy gradual de la inflación y, en este sentido, el CG recordó que el BCE mantendrá su presencia en los mercados durante un largo periodo de tiempo gracias a la reinversión de los vencimientos. Las cotizaciones recibieron los anuncios del BCE sin movimientos remarcables y las primas de riesgo soberanas de la eurozo-

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



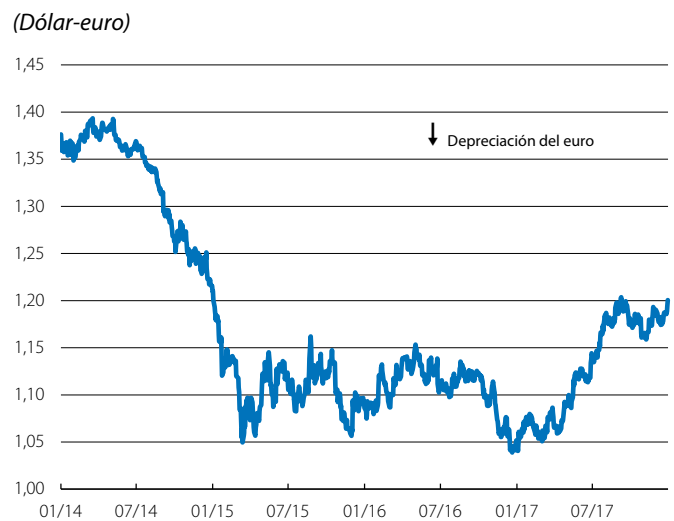
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

na se mantuvieron relativamente estables. La excepción destacada fue Portugal, donde la prima de riesgo cayó por debajo de la italiana (por primera vez desde enero de 2010) después de que Fitch aumentara el *rating* soberano de BB+ a BBB.

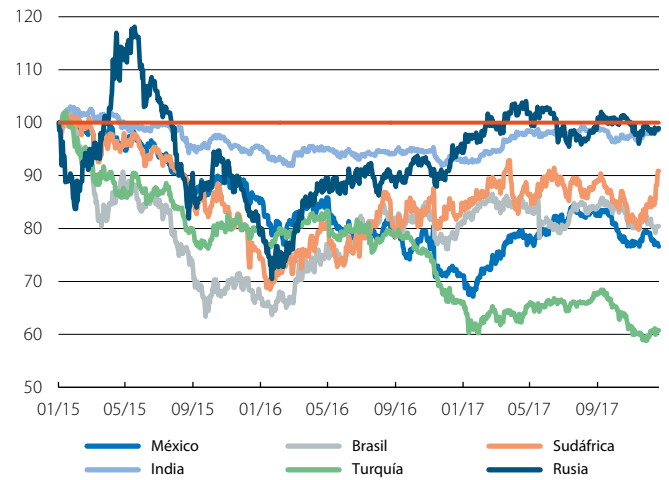
El dólar frena su depreciación frente al euro. Tras la depreciación sufrida en noviembre (del 2,2%, pasando de 1,16 a 1,19 dólares por euro), el tipo de cambio euro-dólar se estabilizó en diciembre alrededor de los 1,18 dólares por euro, apoyado en el optimismo inversor alrededor de la reforma impositiva de la Administración Trump y el compromiso de la Fed con un endurecimiento gradual de su política monetaria, si bien en la última semana del mes se depreció de nuevo hasta los 1,20 dólares por euro. En el conjunto del año, el dólar acumuló una depreciación superior al 12% en su cruce con el euro. En la misma línea, la mayor parte de las divisas del bloque emergente prosiguieron su senda de apreciación respecto al dólar. En diciembre, el caso más remarcable de este fortalecimiento se produjo en Sudáfrica, donde el rand se apreció más de un 10% frente al dólar en respuesta a la elección de Cyril Ramaphosa como nuevo líder del Congreso Nacional Africano (el candidato que prometía una mayor lucha contra la corrupción). En el otro extremo, el peso mexicano sufrió un nuevo episodio de depreciación (-5,2% frente al dólar) como consecuencia de la incertidumbre alrededor de la renegociación del NAFTA.

Las bolsas emergentes avanzan con más moderación. Después de un noviembre de inestabilidad, los mercados de renta variable de las economías emergentes encararon el último mes del año con ganancias más moderadas. Concretamente, el índice MSCI de las economías emergentes creció ligeramente por encima del 3%, con algo más de empuje en América Latina que en las economías asiáticas emergentes (donde destacó la estabilización de la bolsa china, que había caído un -2,2% en noviembre). Sin embargo, en el conjunto del año, los avances fueron muy considerables y claramente superiores a los de 2016. En particular, el índice MSCI emergente se revalorizó más de un 30% (+8,6% en 2016), liderado por las bolsas emergentes de Asia (índice MSCI regional +40,1% en 2017, frente a un 3,8% en 2016) y, especialmente, con un mejor desempeño de la bolsa china (+6,6% en 2017 frente a -12,3% de 2016).

El precio del petróleo se estabiliza. En las tres primeras semanas de diciembre, la cotización del barril de calidad Brent frenó la senda alcista que había seguido a lo largo de octubre y noviembre, y fluctuó alrededor de los 63 dólares, si bien en la última semana del mes volvió a repuntar hasta superar los 66 dólares. Estas dinámicas se produjeron después de que, el pasado 30 de noviembre, la OPEP anunciara la prolongación del acuerdo de recorte de la producción de crudo hasta finales de 2018. El acuerdo, inicialmente anunciado en noviembre de 2016, apoyó la recuperación del precio del petróleo hasta estabilizarlo, en la primera mitad de 2017, alrededor de los 50-55 dólares por barril y, gracias al fuerte compromiso mostrado con los recortes de producción a lo largo del año, se ganó la credibilidad de los inversores. De este modo, de cara a 2018, su renovación apoya la estabilidad del precio del petróleo en las actuales cotas, pero cabe recordar que los posibles repuntes de la producción de *shale* en EE. UU. limitan el recorrido al alza del precio del crudo.

Divisas emergentes frente al dólar

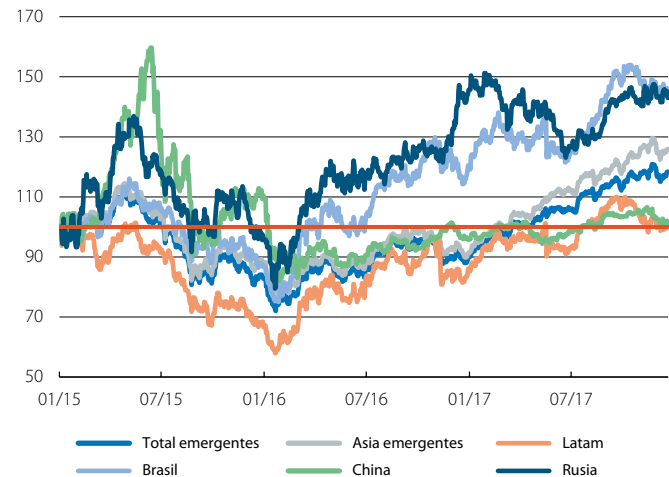
Índice (100 = enero 2015)



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

Bolsas emergentes por geografía

Índice (100 = enero 2015)



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

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



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