

COYUNTURA · Los mercados financieros empiezan el año con fuertes movimientos

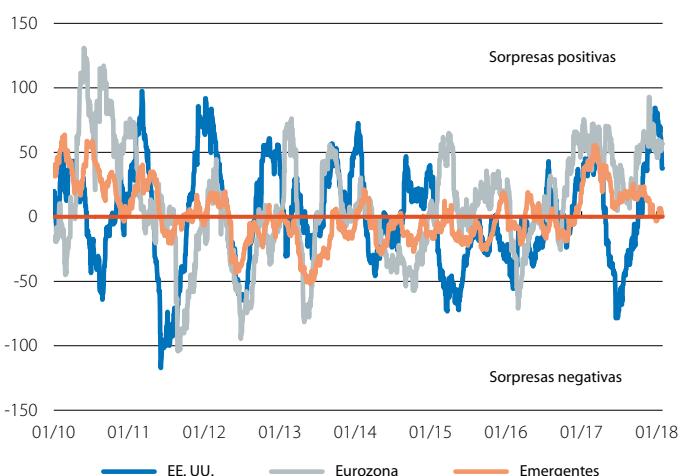
Enero de contrastes en los mercados. Apoyados en el buen desempeño macroeconómico con el que terminó el año 2017 y las mejores perspectivas de crecimiento con las que empieza 2018, en enero los tipos de interés soberanos repuntaron con fuerza, especialmente en EE. UU. y el núcleo de la eurozona. Paralelamente, en las primeras semanas del mes, la exuberancia se impuso en las bolsas y los principales índices estadounidenses, europeos y de las economías emergentes experimentaron importantes revalorizaciones. Sin embargo, en la última semana de enero, tras los mensajes de continuidad que, en sus primeras reuniones de 2018, emitieron el Banco Central Europeo (BCE) y, especialmente, la Reserva Federal de los EE. UU. (Fed), los tipos de interés soberanos consolidaron el avance pero, al reforzarse la perspectiva de endurecimiento gradual de las condiciones financieras estadounidenses y la expectativa de que en 2018 el BCE iniciará el camino hacia la normalización de la política monetaria, las principales bolsas internacionales moderaron sus ganancias y empezaron a sufrir pérdidas en las últimas sesiones del mes.

Los factores de riesgo permanecen latentes. Las elevadas cotizaciones bursátiles se han beneficiado de un escenario en el que se combinan las buenas perspectivas de crecimiento y la expectativa de que la inflación de las economías avanzadas se mantendrá contenida, lo que apoya un escenario de normalización gradual de los tipos de interés. Sin embargo, este entorno puede ser proclive a generar excesos de complacencia, especialmente dada la existencia de dudas alrededor de la sostenibilidad de las elevadas cotizaciones de la bolsa estadounidense. A ello hay que sumarle el hecho de que, gradualmente, EE. UU. se adentra en una fase más madura del ciclo, con un mercado laboral en pleno empleo y un mayor riesgo de sorpresas al alza de la inflación, ante las que la Fed podría endurecer la política monetaria más de lo esperado. Finalmente, no hay que olvidar las tensiones geopolíticas latentes (entre otros, los conflictos entre Irán y Arabia Saudí y entre EE. UU. y Corea del Norte), ante las que en 2017 ya vivimos episodios puntuales de repunte de la volatilidad financiera.

De más a menos en las bolsas desarrolladas. Mientras que, en 2017, en un escenario con importantes focos de incertidumbre, las bolsas habían empezado el año con pérdidas, en 2018 la mayoría de los índices bursátiles de las economías desarrolladas empezaron el año con unas primeras semanas de exuberancia y ganancias muy significativas. No obstante, esta tónica empezó a revertirse en las últimas sesiones del mes y los principales índices bursátiles sufrieron las primeras sesiones en negativo. Con todo, en el conjunto de enero, la bolsa estadounidense siguió adentrándose en máximos históricos (el índice S&P 500 aumentó cerca de un 6%), mientras que en

Índice de sorpresas económicas

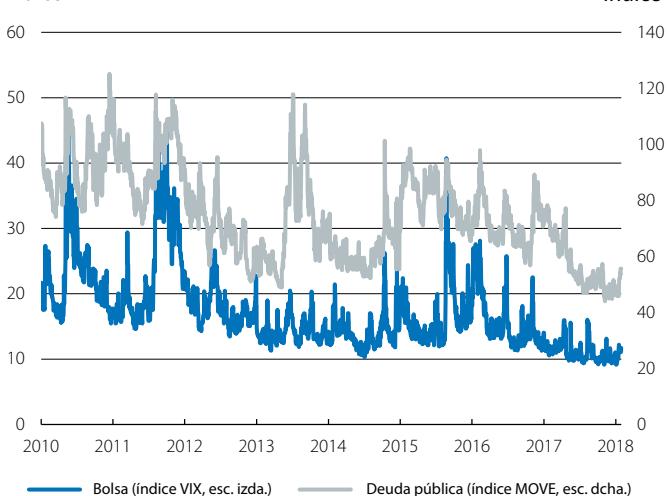
Nivel



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

Volatilidad implícita en los mercados financieros

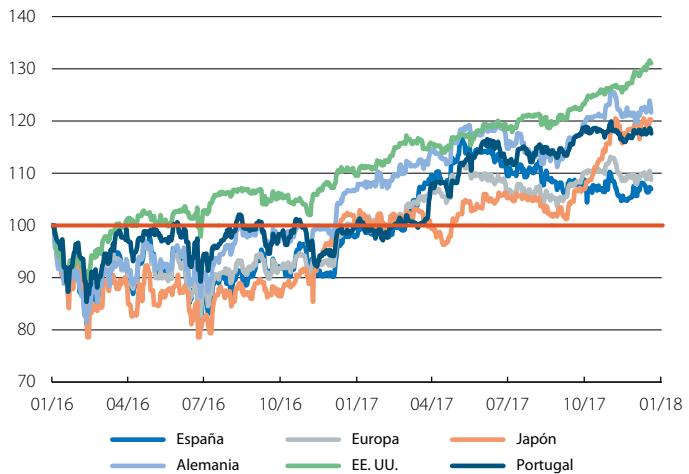
Índice



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

Principales bolsas avanzadas

Índice (100 = enero 2016)



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

la eurozona el índice Eurostoxx 50 avanzó un +3,0% y el MIB italiano un +7,6%, el Ibex 35 español un +4,0%, el PSI 20 portugués un +3,4%, el CAC 40 francés un +3,2% y el DAX alemán un +2,1%.

La Fed prepara tres subidas de tipos en 2018. Tal y como se esperaba, en la primera reunión del año, la Fed no ajustó los parámetros de su política monetaria y mantuvo el tipo de interés de referencia objetivo en el intervalo 1,25%-1,50%. Sin embargo, tras reforzar, el pasado diciembre, la perspectiva de tres nuevas subidas de tipos en 2018, en la reunión de enero la Fed mandó un mensaje continuista y presentó una valoración del escenario macroeconómico algo más positiva. Con ello, los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) indicaron que, a lo largo de 2018, esperan que la inflación se mueva al alza y se estabilice, a medio plazo, alrededor del objetivo del 2%, por lo que también reiteraron la necesidad de proseguir con alzas graduales de los tipos de interés. Tras estos mensajes de continuidad, Janet Yellen celebró su última reunión como miembro del FOMC, que presidía desde febrero de 2014. Bajo su mandato, la Fed realizó las cinco primeras subidas de tipos desde la gran recesión de 2007-2009 y puso fin al ciclo de medidas de política monetaria no convencional, con la activación el pasado octubre de una estrategia de reducción del balance relativamente automática. Jerome Powell toma el mando de la Fed a partir del 3 de febrero.

El BCE reitera que no espera subir tipos hasta bastante después del fin del QE. Pese a que la reunión de diciembre del Consejo de Gobierno (CG) del BCE se había saldado sin grandes novedades, la publicación de las actas de la reunión a principios de enero desveló que el CG empezaba a valorar endurecer la comunicación. Los inversores interpretaron este mensaje como una pista que preparaba el terreno para el fin del QE y redoblaron el interés en la reunión del BCE de enero. Sin embargo, en la reunión del 25 de enero, el CG mantuvo sin cambios su comunicación y reiteró que el QE procederá a un ritmo de 30.000 millones de euros mensuales hasta, al menos, septiembre de 2018. Además, el BCE reforzó la expectativa de que no realizará subidas de tipos hasta bastante después de terminar las compras netas. Por último, Draghi volvió a destacar que la volatilidad del tipo de cambio de los últimos meses supone una fuente de riesgo para la economía de la eurozona, mencionando que, aunque gran parte del movimiento refleja la mejora de las perspectivas macroeconómicas europeas, parte de él también es reflejo de la comunicación de la Administración Trump. En conjunto, aunque la reunión se saldó sin grandes novedades, el BCE volvió a realizar una valoración positiva del escenario y, de este modo, se espera que en las próximas reuniones el CG empiece a endurecer su comunicación para preparar el fin de las compras netas de activos a finales del año.

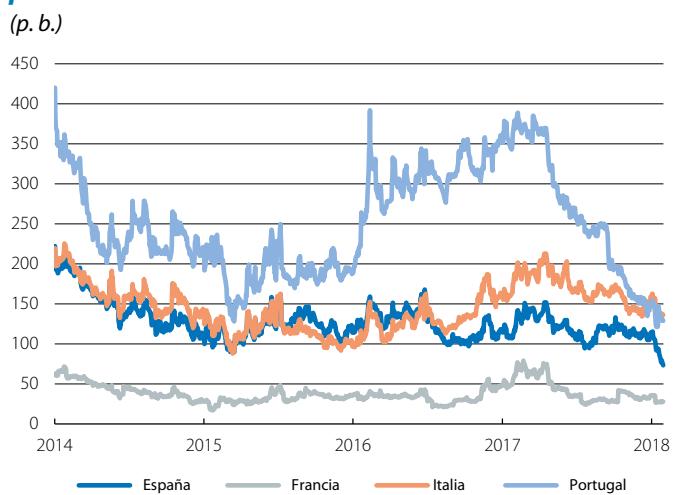
Los tipos de interés soberanos flexionan al alza y las primas de riesgo se reducen. Los tipos de interés soberanos repuntaron con fuerza, especialmente en EE. UU. (donde el tipo de interés de la deuda soberana a 10 años aumentó en más de 30 p. b. y se situó en niveles no vistos desde 2014) y Alemania. Además,

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



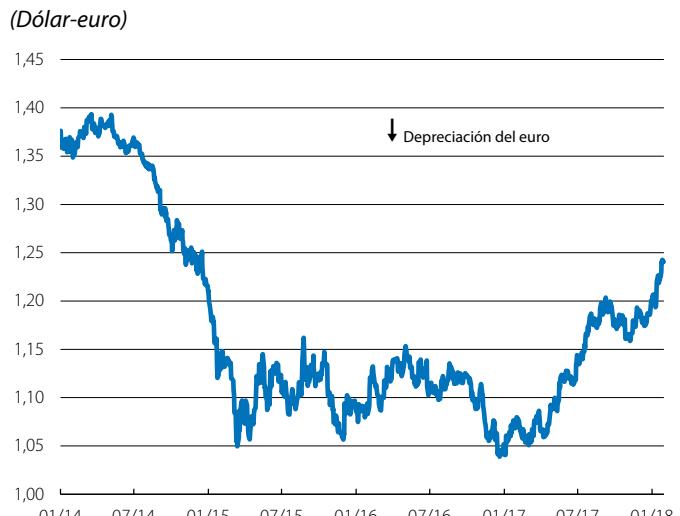
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

las primas de riesgo de las economías de la periferia de la eurozona se movieron marcadamente a la baja. En concreto, la prima española se benefició de la mejora del *rating* soberano realizada por Fitch el 19 de enero (de BBB+ a A) y experimentó una reducción de más de 35 p. b., alcanzando valores mínimos desde 2009 y fluctuando entre los 70 y los 80 p. b. Por su parte, la prima de riesgo soberana de Portugal se redujo en más de 20 p. b. y se situó en valores mínimos desde 2010, mientras que, en Italia, la prima de riesgo también cayó en alrededor de 20 p. b. pese a que persiste la incertidumbre alrededor de las elecciones generales del próximo marzo.

El dólar sigue debilitándose. Después de que el euro se estabilizara alrededor de los 1,18 dólares en diciembre, a principios de enero, con la publicación de las actas de la reunión del BCE, el euro retomó la senda de apreciación y cerró el mes alrededor de los 1,24 dólares. La depreciación del dólar no se produjo solamente frente al euro, sino que también se debilitó frente a la mayoría de divisas emergentes. Entre ellas, destacaron las apreciaciones del peso mexicano, que ganó alrededor de un 6%, y el real brasileño. Además de los elementos idiosincráticos de cada región, los movimientos del dólar coincidieron con declaraciones políticas de la Administración Trump. En particular, el cruce eurodólar superó los 1,25 dólares tras las declaraciones de Steven Mnuchin, secretario del Tesoro americano, en las que señalaba las ventajas comerciales de tener un dólar depreciado, mientras que, días después, cuando Trump se posicionó a favor de un dólar fuerte, este reaccionó apreciándose frente a las principales divisas.

Las bolsas de las economías emergentes, al son del sentimiento inversor global. Los mercados de renta variable de las economías emergentes también iniciaron el mes de enero con ganancias notables. En concreto, en las tres primeras semanas del mes, el índice MSCI para el conjunto de la región avanzó más de un 9% y, entre las principales economías emergentes, destacó la notable subida del índice ruso RTS, que se benefició del aumento del precio del crudo y registró unas ganancias superiores al 13%, mientras que, en América Latina, las revalorizaciones estuvieron lideradas por Brasil y Argentina y, en China, la bolsa llegó a alcanzar un avance superior al 7%. Sin embargo, al igual que en las economías avanzadas, en las últimas sesiones del mes las bolsas emergentes empezaron a revertir las ganancias, con retrocesos acumulados del -1,5% en el conjunto de los emergentes, con las que, en el global del mes, el índice MSCI para el conjunto de la región moderó el avance hasta el 8,3%.

El precio del petróleo vuelve a repuntar. El precio del barril de calidad Brent dio continuidad a la senda alcista de la última semana de 2017 y se situó ligeramente por debajo de los 70 dólares. Además de apoyarse en la prolongación del acuerdo de recorte de la producción de la OPEP, anunciado a finales de noviembre de 2017, en las últimas semanas distintos factores temporales, como la debilidad del dólar y las tensiones geopolíticas entre Arabia Saudí e Irán, se sumaron al optimismo inversor para impulsar el precio del crudo al alza.

Divisas emergentes frente al dólar

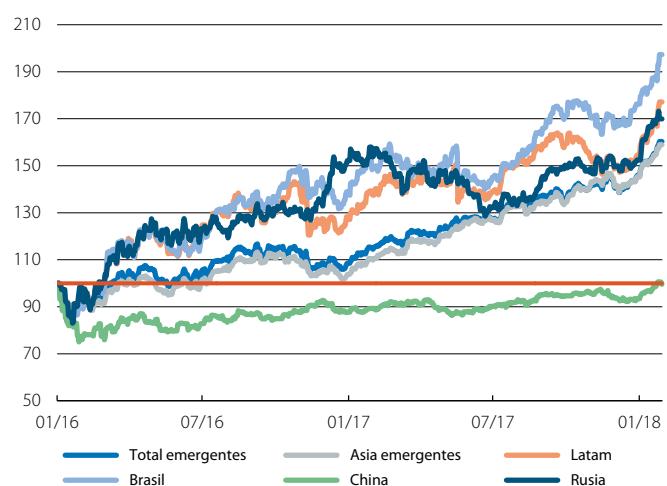
Índice (100 = enero 2016)



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

Bolsas emergentes por geografía

Índice (100 = enero 2016)



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.