

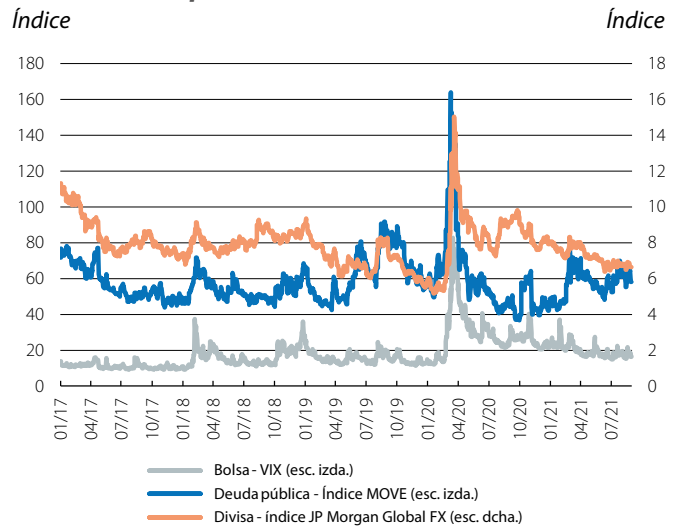
## Un verano sin sobresaltos

**Los inversores buscan orientación en los bancos centrales.** De la mano de una reactivación económica más generalizada y sostenida, el verano ha transcurrido con razonable placidez en los mercados financieros. El verde se impuso en los parqués bursátiles, los tipos de interés y las primas de riesgo se mantuvieron en niveles acomodaticios y, en general, hubo poca volatilidad. Esta placidez se sustentó en una mejora de los indicadores y las perspectivas económicas, a las que el rápido progreso en la vacunación ha hecho más resilientes frente a la pandemia. A su vez, estas dinámicas positivas han sentado las bases para que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) se prepare para retirar los estímulos monetarios. Y es ahí donde se centran todas las miradas a la vuelta de las vacaciones. Todavía no se conocen los detalles del cómo y el cuándo, pero, ante la perspectiva de que la Fed mueva ficha antes de terminar el año, los mercados financieros internacionales ya empezaron a ajustarse a lo largo del verano. En general, el ajuste fue ordenado, pues la Fed ha prometido que será previsible y retirará el estímulo de manera gradual. Con todo, las divisas emergentes no pudieron evitar sufrir cierta debilidad frente al dólar, mientras que sus mercados bursátiles padecieron mayores turbulencias, especialmente en Asia, donde se vieron lastrados por el endurecimiento regulatorio de China sobre el sector tecnológico.

**Las bolsas, entre la reactivación económica y la retirada de estímulos.** Las ganancias se impusieron en los parqués bursátiles de las principales economías avanzadas entre julio y agosto y, con alguna excepción, los índices de referencia ya cotizan cómodamente por encima de sus niveles prepandemia. Estas ganancias se han respaldado en la reactivación económica y la mejora de los resultados empresariales: más del 80% y 60% de las empresas del S&P 500 y el Stoxx Europe 600, respectivamente, obtuvieron mejores resultados de lo previsto por los analistas en el 2T 2021 y, de cara a los siguientes trimestres, las expectativas de beneficios siguen mejorando. Todo ello todavía se produce en un entorno de condiciones financieras acomodaticias, pero es destacable que, más allá de alguna sesión puntual con mayor volatilidad, las señales de endurecimiento monetario no pesaron sobre las cotizaciones bursátiles en verano, sino que las ganancias fueron generalizadas entre sectores.

**La inflación, un riesgo que no perturbó a los inversores en verano.** Cuando la inflación estadounidense empezó a rebotar en primavera, los tipos de interés se tensionaron de manera significativa (entre febrero y abril la rentabilidad del *treasury* a 10 años repuntó en más de 60 p. b.), reflejando el riesgo que supone para la placidez de los mercados. Sin embargo, desde entonces los ánimos se apaciguaron y, según las últimas cotizaciones, los inversores parecen compartir la visión de bancos centrales y analistas según la cual las presiones de precios serán transitorias. Por ejemplo, a cierre de agosto los *swaps* de inflación apuntaban a mayores presiones a corto plazo (cerca del 3% a uno y dos años vista), mientras que a largo plazo las expectativas se han ido suavizando hacia el 2%. La historia es diferente en Europa, donde las expectativas de inflación no recogen riesgos de sobre calentamiento, sino que hace años que se mantienen por debajo del objetivo del BCE. Sin embargo, en los últimos meses se han recuperado algo de la mano de la reactivación económica y los men-

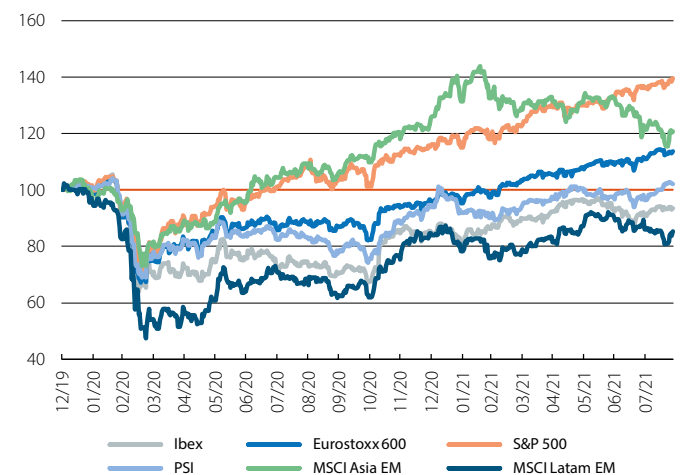
### Volatilidad implícita en los mercados



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

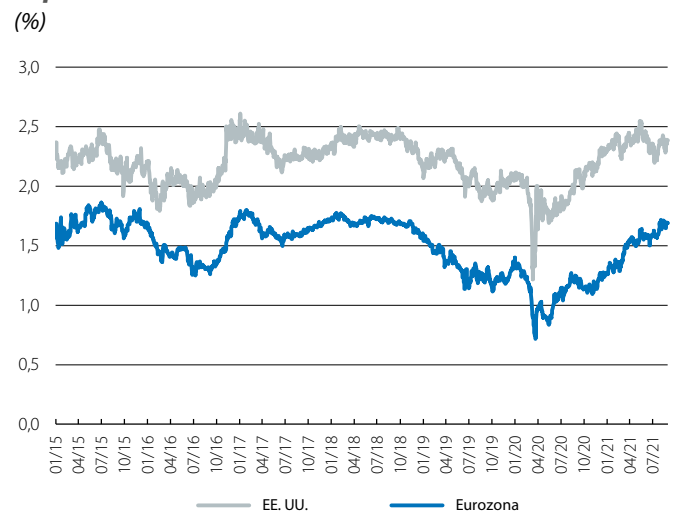
### Bolsas internacionales

Índice (100 = diciembre 2019)



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

### Expectativas de inflación a 5 años en 5 años \*



Nota: \* Según *swaps* de inflación.

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

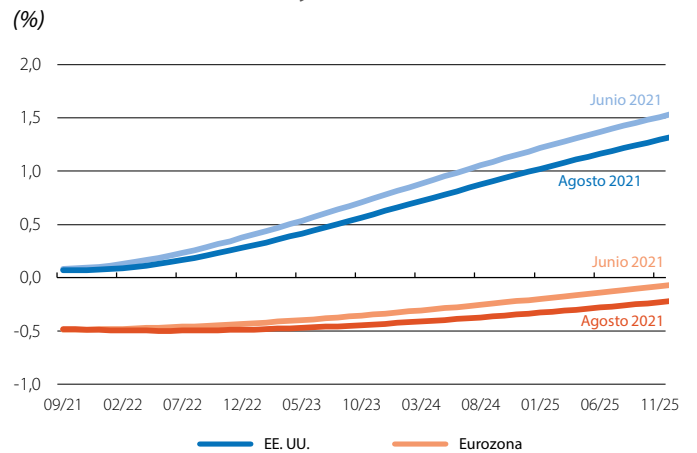
sajes del BCE en los que el banco central se mostraba más tolerante con la inflación.

**El BCE revisa su estrategia y aleja las subidas de tipos.** El pasado julio culminó la revisión estratégica iniciada en enero de 2020, y aunque las novedades fueron más sustanciales que en la anterior revisión de 2003, suponen más una evolución que una revolución en la estrategia del BCE. En primer lugar, el BCE fijó su objetivo de inflación en un simple 2%, una fórmula más sencilla y simétrica que el anterior «por debajo pero cerca del 2%». En segundo lugar, el BCE confirmó que las medidas no convencionales (como las compras de activos) continuarán formando parte de su caja de herramientas y señaló que, si un día se encuentra en una coyuntura que exige medidas de estímulo agresivas, está dispuesto a tomarlas y tolerar que provoquen repuntes de inflación por encima del 2%, siempre que sean moderados y temporales. Además, el BCE anunció el deseo de incorporar consideraciones climáticas en la toma de decisiones (como los test de estrés, la evaluación del colateral o las compras de activos). Para ello, ha preparado una hoja de ruta hasta el año 2024. Sin embargo, la revisión estratégica ya tuvo consecuencias materiales en julio. Y es que, con la nueva estrategia, el BCE endureció las condiciones para realizar un aumento de tipos: (i) las previsiones de inflación deben emplazarse en el 2% a medio y largo plazo y (ii) la recuperación de la inflación hacia el 2% debe verse corroborada en los propios datos e indicadores de inflación subyacente. Este cambio refuerza la expectativa de un largo periodo de bajos tipos de interés en Europa, y así lo recogieron los tipos de mercado, muy contenidos a lo largo del verano.

**La Fed prepara la reducción de las compras de activos.** Tras comprar elevados volúmenes de bonos soberanos y MBS desde el estallido de la pandemia, la mejora de las perspectivas económicas y los fuertes datos de inflación y mercado laboral en EE. UU. han hecho que, en los últimos meses, se empiece a preparar la retirada de los estímulos. En julio, el banco central debatió por primera vez la estrategia para reducir las compras netas de activos (el llamado *tapering*) y, aunque no se tomó ninguna decisión, la mayoría de los miembros de la Fed consideraron adecuado empezarlo en 2021. Además, a lo largo del verano distintos presidentes regionales, como Robert Kaplan (Fed de Dallas) o James Bullard (St. Louis), declararon públicamente su deseo de anunciar pronto la reducción de las compras de activos. En este contexto, a finales de agosto la atención se centró en las palabras del presidente de la Fed en el habitual simposio de Jackson Hole. En él, Jerome Powell reforzó la intención de anunciar el *tapering* antes de terminar el año, pero enfrió las expectativas de que la decisión sea inminente (es decir, en la reunión de septiembre), encontrando un equilibrio entre la solidez de los datos económicos y la sombra con la que la pandemia amenaza a la economía.

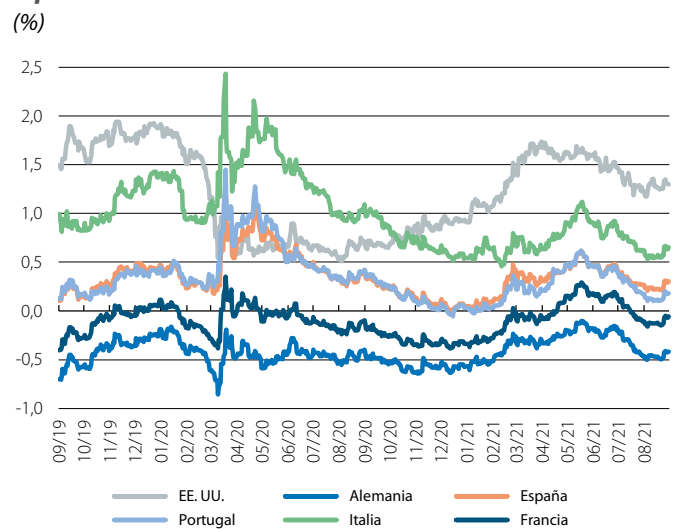
**Las divisas emergentes ceden terreno al dólar.** La retirada del estímulo monetario en EE. UU. acostumbra a desviar algunas miradas hacia las economías emergentes y, en el transcurso del verano, sus divisas no pudieron evitar cierta depreciación ante el dólar. Con todo, muchos emergentes entraron en la crisis de la COVID-19 con cuadros macroeconómicos más equilibrados que en el pasado y, además, distintos bancos centrales han empezado a construir un colchón subiendo tipos de interés (principalmente en Europa emergente, con Hungría, República Checa y Rusia; y América Latina, con Brasil y México).

**Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE \***



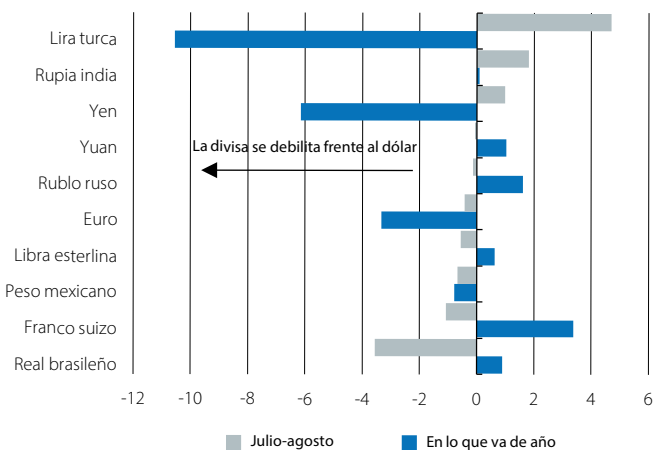
*Nota:* \* Forwards sobre el EFR y el tipo OIS de la eurozona derivados con el modelo de NSS a partir de curvas de interés de mercado.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años**



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

**Principales divisas frente al dólar estadounidense Variación (%)**



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