

Ni el riesgo geopolítico ni las amenazas comerciales frenan el avance de los activos de riesgo

Impacto contenido del repunte de riesgo geopolítico. El recrudecimiento de tensiones en Oriente Próximo con los ataques entre Israel, EE. UU. e Irán fue corto, intenso pero contenido. Así también fue la respuesta de los mercados financieros. El precio del barril de crudo Brent repuntó un 20% en tan solo una semana, de 66 a 79 dólares, para luego caer un 15% en cuestión de cinco días una vez anunciada una tregua. Desde entonces, el precio del Brent se ha consolidado a niveles en torno a los 67 y 68 dólares por barril, después de que los fundamentales han vuelto a dirigir las dinámicas de precios en un contexto de sobreoferta, en el que además la OPEP+ avanzará con la reversión del recorte de 2,2 millones de barriles implementado en 2023. La producción aumentará en 548.000 barriles diarios en agosto, acelerando el ritmo respecto a los incrementos consecutivos de 411.000 barriles diarios registrados en mayo, junio y julio. Los demás activos financieros respondieron de manera más tímida. El día de los bombardeos estadounidenses, el S&P 500 apenas cayó un 1,5%, el dólar se apreció un 0,3% y el oro, tradicional activo refugio, subió un 3% para rápidamente regresar a niveles previos. Tras este corto episodio, los mercados retomaron las tendencias ya observadas en el mes anterior: unos tipos de interés soberanos más estables en la eurozona, sin sobresaltos ni sorpresas por parte del BCE; unos tipos en EE. UU. que se mueven al son de las expectativas de política monetaria, sin que los riesgos fiscales derivados de la nueva ley de presupuesto (el OBBBA) ni las amenazas de aranceles impacten de manera significativa. Y unas bolsas que avanzan con resiliencia a pesar de las tensiones comerciales, lo que podría reflejar unos inversores optimistas para que la Casa Blanca finalmente consiga acuerdos con sus socios comerciales, o simplemente incredulidad de que Trump vuelva a imponer los aranceles recíprocos.

El BCE baja tipos y alcanza el «fin de un ciclo monetario». Como se anticipaba, en junio el BCE recortó los tipos en 25 p. b. (*depo* al 2,00%). Lagarde caracterizó la situación actual como «un fin de ciclo monetario», que ha alcanzado ya la normalización de la inflación tras las disruptivas de la COVID-19 y la guerra en Ucrania. De cara a la nueva fase del ciclo, se abre un abanico de escenarios en un entorno que el BCE describió como de incertidumbre «excepcional», por lo que de cara a las próximas reuniones el banco central reiteró su estrategia de dependencia de datos. Con todo, Lagarde valoró que el tono actual de la política monetaria está bien posicionado para responder a la incertidumbre, señalando así poca disposición a volver a bajar en julio. Los mercados financieros anticipan continuidad de tipos en la próxima reunión y una nueva bajada de 25 p. b. en el último tramo del año.

La Fed en pausa y con división de opiniones. Tampoco sorprendió la Reserva Federal, que mantuvo el tipo *fed funds* en el rango 4,25%-4,50%, prolongando por cuarta vez consecutiva la pausa que inició este año. Volvió a justificar la decisión argumentando que necesita más claridad sobre el impacto de los aranceles en los precios y la actividad antes de volver a mover ficha, y considera que la solidez de la economía le permite tomarse una nueva pausa. En la actualización de las previsiones macroeconómicas, la Fed no

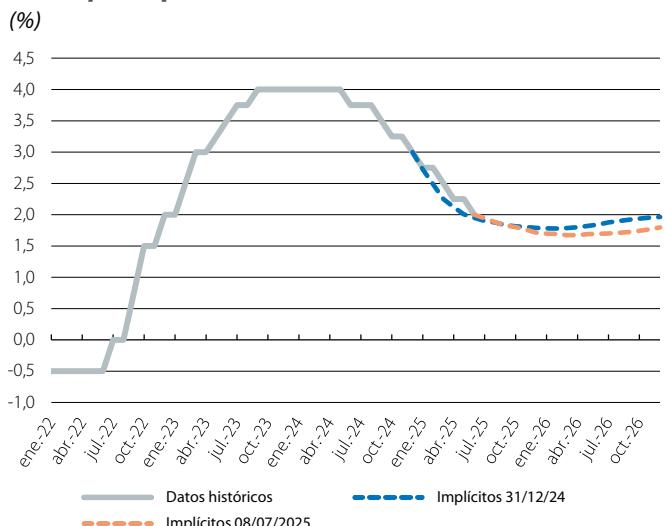
Materias primas



Nota: Crudo hace referencia al barril de Brent.

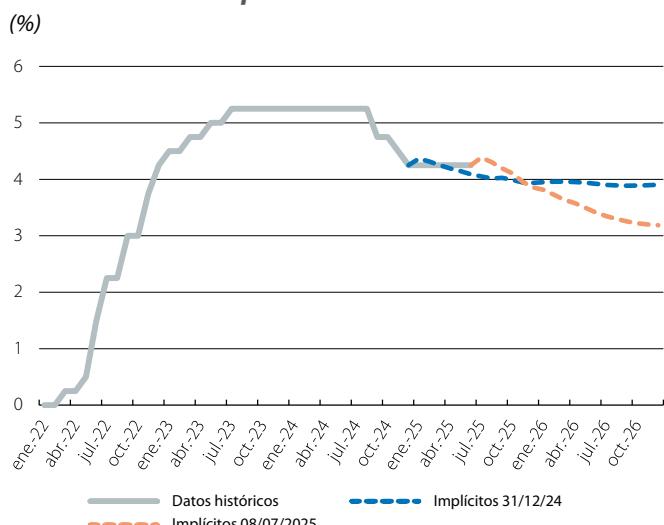
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

BCE: tipo depo



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

Reserva Federal: tipo fed funds



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y de Bloomberg.

alteró su valoración cualitativa de un escenario de mayor inflación y menor crecimiento, aunque sí intensificó la magnitud del impacto debido a unos aranceles más elevados de lo inicialmente estimado. Más relevantes fueron las proyecciones de tipos de interés en el *dot plot*. El gráfico mostró dos bloques bien definidos, y de tamaño similar, dentro del FOMC: por un lado, un grupo más cauto que anticipa solo una bajada de tipos este año o incluso ninguna; por el otro, un ala más acomodaticia que sigue proyectando al menos dos recortes. Esta dispersión de expectativas puso de manifiesto la creciente incertidumbre sobre la trayectoria de la política monetaria y refuerza la estrategia de dependencia de datos. Los mercados financieros anticipan que la Fed retomará la distensión monetaria después del verano, con dos bajadas de 25 p. b. este año.

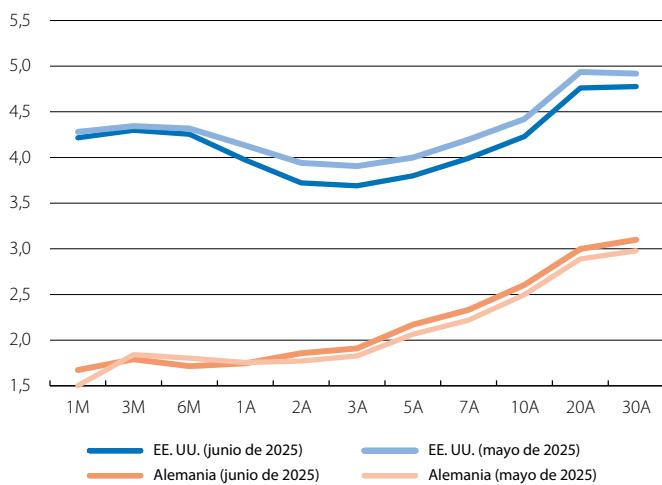
Las expectativas de política monetaria y fiscal guían a los tipos soberanos. Sin sorpresas del BCE y sin cambios en las tendencias de fondo de la economía de la eurozona, los tipos soberanos de la región se mantuvieron relativamente estables durante la primera mitad del mes. Al conocerse el nuevo proyecto de presupuesto de Alemania, que supone un aumento del gasto público, los tipos soberanos repuntaron de manera generalizada para cerrar en junio hasta 10 p. b. por encima de los niveles de finales del mes anterior. En EE. UU., en cambio, los tipos soberanos registraron movimientos de ida y vuelta, con caídas iniciales a lo largo de la curva propiciadas por la expectativa de una Fed más acomodaticia (que pudiera recortar hasta tres veces este año) ante el aparente impacto limitado, por ahora, que están teniendo los aranceles en los datos de inflación. Sin embargo, el buen dato de empleo del mes de junio revirtió la tendencia y cimentó la expectativa de que la Fed se mantendrá en pausa hasta después del verano, generando un repunte en los tipos de los *treasuries* desde principios de julio hasta el cierre de esta publicación.

Las tensiones geopolíticas no fueron suficientes para impulsar el dólar. A pesar del recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y la incertidumbre comercial, la divisa estadounidense se debilitó frente a sus principales pares casi un 3% en junio, hasta mínimos desde 2021. La tregua entre los países implicados en el conflicto de Oriente Próximo, que hizo repuntar el apetito por activos de riesgo, y los vaivenes de los tipos soberanos en EE. UU. propiciaron la caída de la divisa. Adicionalmente, las perspectivas de deterioro fiscal en EE. UU. no dejaron de pesar. La depreciación del dólar ha sido especialmente intensa frente al euro, que ya cotiza cerca de 1,18 por dólar (casi un 15% por encima de inicios de año).

Las bolsas: ¿optimistas, incrédulas o ambas? En un contexto de elevada incertidumbre geopolítica, y con la fecha de vencimiento de la pausa a los aranceles recíprocos acercándose, las bolsas globales tuvieron un mes positivo (el MSCI All Country World Index se apuntó un +4,3% en junio). Los índices estadounidenses lideraron las ganancias, impulsados por las tecnológicas, y el S&P 500 alcanzó un nuevo máximo histórico. Así, se cerró un mes en el que las bolsas reaccionaron menos a las amenazas de Trump, en lo que algunos analistas han llamado el TACO trade (*Trump Always Chickens Out*, Trump siempre se echa para atrás) y que reflejaría la expectativa, entre los inversores, de que eventualmente el presidente postergará o incumplirá su amenaza. Así, las bolsas cerraron la primera mitad del año recuperándose de las turbulencias de abril y destilando optimismo respecto a que eventualmente se llegarán a acuerdos comerciales y la economía global evitará una guerra arancelaria desordenada.

Curvas de rendimientos soberanos

Rendimiento (%)

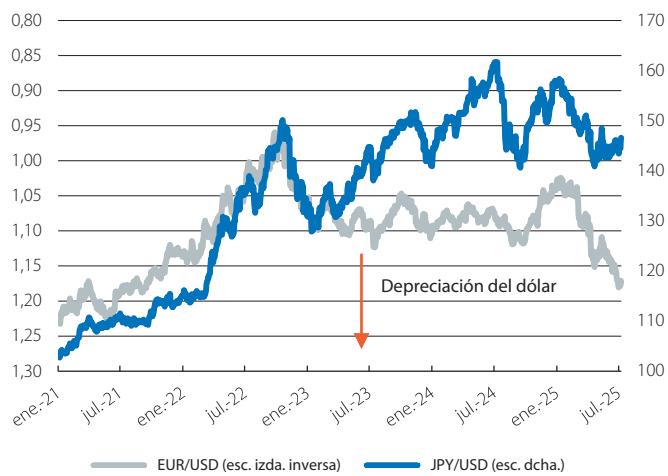


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Dólar frente al euro y el yen

(Dólares por euro)

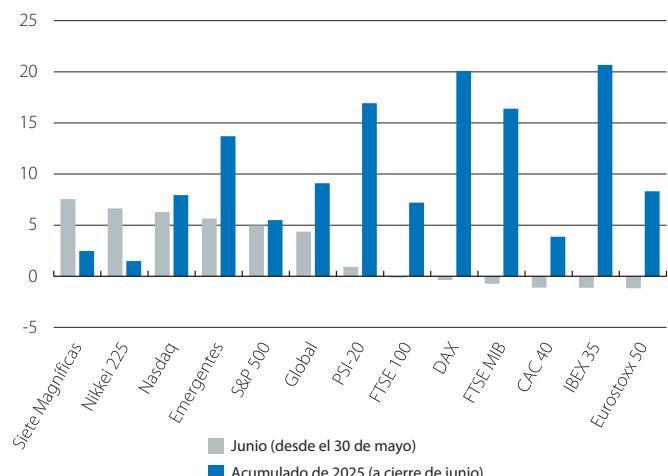
(Yenes por dólar)



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

Índices bursátiles

Variación (%)



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