Desescalada en los mercados

«Tras el buen comportamiento del mercado subyacen tres factores que se retroalimentan entre sí: la positiva evolución de la pandemia, la introducción de estímulos y la expectativa de que, en la carrera electoral en Estados Unidos, haya propuestas de mayor estímulo fiscal»

El mensaje que emiten los mercados durante el mes de mayo debe calificarse de **muy positivo**, y destierra de forma notable los temores a que a la crisis sanitaria y económica se añada un descalabro financiero que postergue la recuperación. Sin estar, como se dice en el mercado, «fuera del bosque» (out of the woods), la percepción general es de **mejoría clara**.

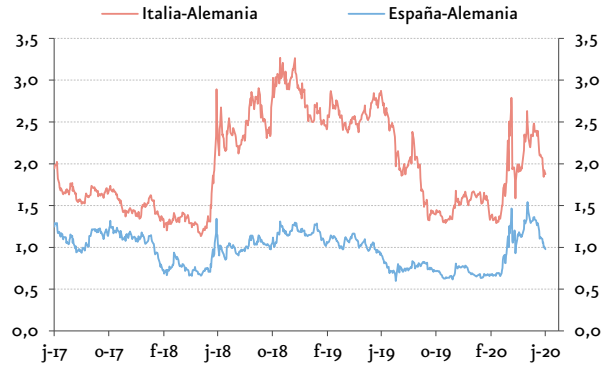
El mantenimiento en mínimos de los tipos de interés reales a largo plazo de las curvas estadounidense y alemana no debe llevarnos a engaño. Es una señal positiva en tanto que las moderadas alzas de tipos nominales vienen de la mano de la salida de mínimos de la compensación por inflación demandada por el mercado, o *breakeven*. Este movimiento es el natural en fases de recuperación de expectativas cíclicas, y convive por lo general con un alza en el precio de las materias primas, el activo cíclico por excelencia. La permanencia de tipos de interés reales en mínimos está garantizada por una política monetaria de laxitud sin precedentes, y que se mantendrá muy acomodaticia en el horizonte previsible.

No es de extrañar, por tanto, que la renta variable acumule revalorizaciones mensuales de entre el tres y el cinco por ciento en la mayoría de índices desarrollados. Y aunque las alzas siguen lideradas por la tecnología y otros sectores de crecimiento, encontramos motivo adicional para el optimismo en la recuperación diferencial, desde mediados de mes, de sectores muy castigados por el hundimiento económico que ha traído consigo la pandemia. Es el ejemplo de la banca europea y los valores de ocio y viajes, que desde mediados de mayo acumulan revalorizaciones de entre el 9 y el 13 por ciento frente al 6,7 por ciento del índice. Aunque es pronto para hablar de una rotación hacia sectores de estilo *value* y cíclicos, es una muy buena señal.

En renta fija, tres movimientos dan cuenta de la mejoría de sentimiento del mercado. Dos de ellos en el mercado de crédito: por un lado, la intensa recuperación del segmento *high yield* en dólares con rating CCC e inferior –la peor calidad crediticia– que acumula un 6% en el mes, el mayor retorno mensual en 5 años. Por otro lado, el mejor comportamiento relativo de la deuda contingente convertible bancaria (los denominados CoCo) en euros, que supera el retorno del segmento de *high yield* corporativo en esta divisa. El tercer movimiento relevante se corresponde con la **deuda periférica** del área euro, donde el **estrechamiento de la prima de riesgo** de la deuda italiana a 10 años ha sido el mayor desde 2013 (más de 50 puntos básicos). La deuda

José manuel amor es socio, director de Análisis Económico de Afi.
Twitter: @JMAafi

Prima de riesgo de la deuda pública española e italiana al plazo de 10 años
(puntos básicos)



Fuente: *Afi, Bloomberg.*

española se contagiaba y reducía su diferencial frente a la deuda alemana por debajo de los 100 puntos básicos. Más relevante en un entorno en el que hay que financiar ingentes cantidades de deuda es que la TIR del bono a 10 años se haya vuelto a situar en el entorno del 0,5%, a un paso de los mínimos de marzo y no lejos de los niveles «normalizados» de diciembre pasado. La tranquilidad, por ahora, vuelve a instalarse en los mercados de deuda soberana del área euro.

Junto con la menor aversión global al riesgo, la reducción del riesgo percibido en Europa son las causas principales de la depreciación (casi) generalizada del dólar, que se deja un 2,5% desde los máximos de mediados de mayo, y alcanza los 1,11 dólares en su cruce con el euro. Y decimos que casi, pues la principal excepción es el cruce con el yuan chino, que en el mes se deprecia más de un 1% y flirtea con los mínimos de septiembre de 2019 (7,17 yuanes por dólar), acusando la vuelta de las tensiones geopolíticas entre ambas potencias. Un factor clave a tener en cuenta en adelante.

Tras este buen comportamiento de mercado subyacen tres factores que se retroalimentan entre sí. Por un lado, la **positiva evolución de la pandemia**, factor fundamental, y de la vuelta de señales de vida en la economía (los indicadores de alta frecuencia basados en movilidad y pagos en TPV) gracias a la gradual reducción del rigor del confinamiento. En paralelo, la **introducción de estímulos** no cesa: a finales de mes Japón anunciaba un fuerte paquete de gasto e inversión adicional, al tiempo que la propuesta de fondo de recuperación de la CE (bautizada como *Generation Next EU*) se configura como un muy buen punto de partida para encontrar un consenso de aquí al Consejo Europeo de julio. Finalmente, crece la expectativa de que, en la carrera electoral en Estados Unidos, haya propuestas de mayor **estímulo fiscal** por parte de ambos contendientes. Podría decirse que los astros se han alineado durante el mes de mayo para configurar un entorno muy positivo para el mercado.

A la luz de estos acontecimientos, consideramos que está justificado un ligero aumento del perfil de riesgo de nuestra cartera recomendada o *asset allocation*. La reducción de liquidez y una mínima toma de beneficios en deuda soberana italiana y española se acompaña de una mayor apuesta por la continuidad del buen comportamiento del crédito corporativo. El éxito de este posicionamiento, que aún no se extiende a la renta variable por su exigente valoración, dependerá de que se mantenga el círculo virtuoso entre pandemia, reapertura económica y mayores estímulos. Y también de que la tensión geopolítica no irrumpa de nuevo con fuerza. En este último punto, nuestro escenario es de contención, pues creemos que ni a Xi ni a Trump les conviene en estos momentos volver a situar la tensión e incertidumbre en niveles de 2019 ::