



«En este entorno de positivo comportamiento de las principales variables financieras ha sido clave, además, la continuidad de un enorme exceso de liquidez derivado de las excepcionales políticas de los bancos centrales»

Estrategias de salida para la Fed y el BCE

La aceleración del ciclo global y la ausencia de materialización de riesgos de cola en la cargada agenda geopolítica de estos primeros meses del año, está permitiendo a los mercados financieros exhibir un comportamiento muy positivo. Aunque al cierre de unas incógnitas en el ámbito geopolítico se sucede la apertura de otras, de cara a la segunda parte del ejercicio creemos que la clave para las principales variables financieras será la implementación de las estrategias de salida o el gradual abandono de las excepcionalmente laxas políticas monetarias de la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Japón.

La posibilidad de materialización de un evento de cola en el ámbito geopolítico durante este año 2017 era el principal argumento de la mayoría de casas de análisis para, durante los últimos meses del ejercicio pasado, plantear un entorno económico y decisiones de posicionamiento en mercados financieros cargados de cautela. A medida que avanza el año y se despeja la agenda de eventos geopolíticos, muchas incógnitas que estos planteaban se están cerrando de forma favorable.

Ello permite, en gran medida, explicar el buen comportamiento de los activos de riesgo en 2017. Como pone de manifiesto la tabla siguiente, la renta variable encabeza las posiciones con revalorizaciones cercanas o superiores al 10 por ciento en Europa. En el extremo

contrario, exhibiendo rentabilidades negativas en lo que llevamos de año, se sitúan la renta fija a largo plazo, la liquidez en dólares EEUU y las materias primas.

Tras el resultado benigno arrojado en las elecciones generales en Holanda a finales de marzo, y salvo sorpresa en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales francesas (aun a sabiendas de que la incertidumbre sobre la gobernabilidad del país galo seguirá hasta las legislativas de mediados de junio) todo parece indicar que la estabilidad en el núcleo de la eurozona persistirá. La evolución de las encuestas en Alemania apunta en la misma dirección de ausencia de sorpresa.

En EEUU, por otro lado, se confirma la amplia distancia existente entre las intenciones iniciales de la administración Trump y lo finalmente implementable. Ello nos recuerda la solidez de los controles y equilibrios institucionales que existen en la democracia de este país. En materia de política exterior, las amenazas proteccionistas de Trump se han enfrentado a la realidad de la gestión responsable, que casi siempre obliga a buscar la consecución de equilibrios atractivos para todas las partes. El entendimiento mostrado entre los presidentes de China y EEUU es bienvenido, pues reduce los temores a una ralentización de las relaciones comerciales entre ambas economías, y augura un horizonte de mejora en la

JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi. Twitter: @JMAafi

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

Rentabilidades a 30/4/17

Categoría		Categoría	
RV España	13,1	RV Japón	2,8
RV Suiza	12,3	RF Emergentes Corporate	2,8
RV Tecnología	11,7	RV Utilities	2,8
RV Emergentes Asia y Oceanía	11,1	RF Convertibles	2,7
RV Consumo	11,1	RF Emergentes Global	2,5
RV Emergentes Global	10,1	RV Real Estate	2,1
RV Euro	9,7	RF Corporativa High Yield	1,5
RV Emergentes Latinoamérica	9,4	RF Mixta Euro	1,3
RV Health Care and Biotech	9,3	RV Materias Primas	1,1
RV Telecom	8,8	RF Corporativa investment grade	0,7
RV Autos	7,9	RF Global	0,6
RV Industria e Infraestructuras	7,8	Retorno Absoluto Conservador	0,4
RV Reino Unido	6,7	Gestión Alternativa	0,1
RV Financieros	5,7	RF Corto Euro	0,1
RV Australia	5,1	Monetarios Euro	-0,1
RV Emergentes Europa del Este	4,8	RF Largo Euro	-0,2
RV Mixta Euro	4,6	RF Deuda pública EUR	-0,8
RV EEUU	4,2	RF Inflación	-0,9
RF Emergentes Moneda fuerte	3,8	Monetarios USD	-2,8
RF Emergentes Moneda local	3,4	RV Canadá	-3,1
Gestión Global	3,4	Materias primas	-4,3
RV Emergentes MENA y Africa	3,3	RV Energía	-4,9

Fuente: Afi, Bloomberg.

gestión de las tensiones existentes en el sureste asiático, con Corea del Norte y su desafío nuclear como primer exponente.

En todo caso, el cierre de algunas incógnitas ha venido acompañado de la apertura de otras –convocatoria de elecciones adelantadas en Reino Unido para principios de junio e inicio de las negociaciones sobre el Brexit con la Unión Europea– y la ausencia de avances en otras –dificultades para la gobernabilidad en Italia, donde es previsible la convocatoria de elecciones durante la parte central del año, aun con un sistema bancario sin estabilizar. No pueden los inversores, por tanto, perder de vista el ámbito geopolítico de cara a la segunda mitad de 2017.

En todo caso, el balance de estos primeros cuatro meses es netamente positivo. Y al venir acompañado de una continuidad de la mejoría cíclica iniciada en 2016, ha reforzado el comportamiento positivo de los mercados. Hay cierta incertidumbre sobre la intensidad de dicha mejoría en materia de crecimiento, dado el diferente grado de aceleración que muestran indicadores de encuesta frente a datos reales. Pero no so-

bre la dirección del ciclo, que es positiva. Otro elemento de cautela reside en la ausencia de decidida aceleración en la inversión productiva y las presiones (duraderas) en precios. Ambas variables nos recuerdan la persistencia de las fuerzas que soportan un escenario de crecimiento inferior al potencial a medio plazo. Recordemos que en estas mismas fechas del año pasado el debate sobre la hipótesis del estancamiento secular estaba en su punto álgido.

En este entorno de positivo comportamiento de las principales variables financieras ha sido clave, además, la continuidad de un enorme exceso de liquidez derivado de las excepcionales políticas de los bancos centrales. Y es que apenas se han observado movimientos de refugio en los mercados en la antelada de los eventos de riesgo antes mencionados, y la reacción posterior tras su no materialización ha sido siempre alcista. La supresión de volatilidad en el mercado y la compresión de primas de riesgo en activos como la renta fija corporativa de alto rendimiento o *high yield* y la bolsa –en algunos casos por debajo de los niveles que justifican los fundamentales normalizados– persiste.

Las condiciones cíclicas actuales y previstas, lejos de justificar el mantenimiento de la excepcionalidad en política monetaria, comienzan a presionar a los bancos centrales hacia su cambio; hacia una muy gradual vuelta a la normalidad previa a la crisis financiera global. Una futura inflexión en la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas podría alterar la sensibilidad del mercado a cualquier señal de agotamiento cíclico y a la cercanía de eventos de riesgo geopolítico. En mucha mayor medida si la percepción de asimetría en sus consecuencias sobre la economía y los mercados es elevada e inclinada hacia el lado negativo. El radar del inversor de cara a la segunda mitad del año queda, obligatoriamente, orientado hacia la implementación de las estrategias de salida de, por este orden, Fed, BCE y Banco de Japón ::