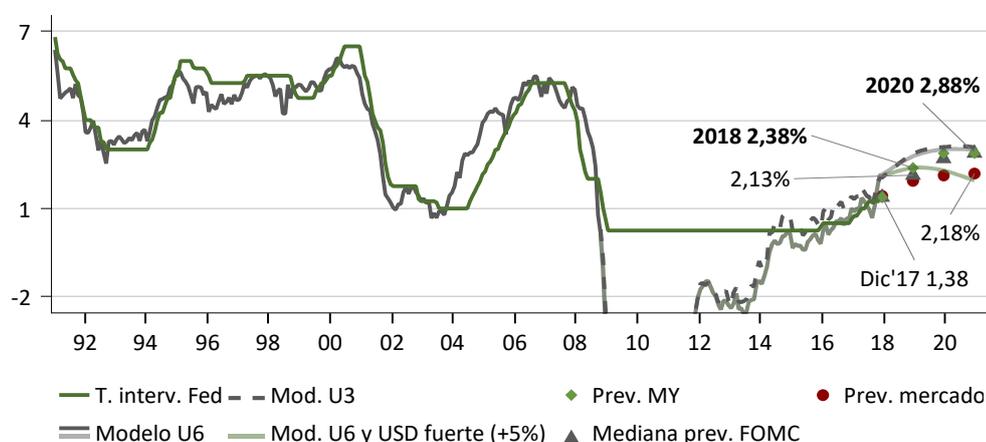


## La Fed: subidas y consecuencias de mercado

Esperamos que la Fed, además de subir tipos en su próxima reunión del 12/13 de diciembre, sugiera riesgo de un ritmo ligeramente superior de subidas a la vez que mejora algo sus previsiones de actividad. En esta nota valoramos las perspectivas de tipos oficiales y sus consecuencias para la curva, el dólar y la renta variable.

- **Esperamos cuatro subidas en 2018:** Nuestro modelo y el contexto económico y financiero sugieren al menos cuatro subidas en 2018.
- **El mercado no está tan lejos como parece:** Las primas de riesgo ocultan la realidad de que el mercado descuenta ya más de tres.
- **La normalización del balance tendrá impacto:** La no reinversión de vencimientos contribuirá al repunte de primas de plazo.
- **Es posible un bearish steepening:** La parcial normalización de primas de plazo, ayudada por la inflación y el déficit, puede favorecerlo.
- **El euro puede depreciarse:** La política monetaria y los diferenciales a largo plazo pueden justificar cierta depreciación del euro en 2018.
- **La renta variable no tiene que sufrir:** Las correlaciones sugieren una respuesta favorable de la renta variable, en especial del sector financiero y en general de los sectores cíclicos.

### Sendas de tipos de la Fed: todas moderadas



Fuente: Macrobond y MacroYield

## Índice

---

La Fed: subidas y consecuencias de mercado .....	1
La Fed subirá más de lo esperado .....	3
Nuestra perspectiva de tipos: cuatro subidas más en 2018 .....	3
El escepticismo del mercado no es nuevo... pero ¿es real? .....	5
Dovish vs. hawkish: las palomas pierden terreno .....	7
El repunte de la inflación parece cuestión de tiempo.....	7
...las condiciones financieras son muy favorables para crear un colchón monetario.....	8
...y defenderse a tiempo de los riesgos de fondo planteados por los QE.....	10
El reto de la reducción del balance (QT) y sus riesgos .....	12
El porqué del QT y sus riesgos.....	14
Consecuencias para los mercados: moderadas .....	17
Consecuencias para la curva: ¿bearish steepening?.....	17
La clave está en las primas de plazo.....	17
El tramo corto.....	21
El tramo largo .....	22
La pendiente 10-2 .....	23
Consecuencias para el tipo de cambio.....	25
...y para la renta variable.....	26
El riesgo direccional.....	26
El riesgo sectorial .....	28

## La Fed subirá más de lo esperado

Los próximos días **12 y 13 de diciembre** se reúne el **FOMC** y todo apunta a que **una amplia mayoría de miembros apoyará una nueva subida de 25 pb** en el tipo de referencia (hasta el rango 1,25%-1,50%), la quinta del ciclo y la tercera del año. Los favorables indicadores económicos han contribuido a asentar la expectativa de esa subida (gráf. izda.), pero sobre todo lo han hecho la recuperación de las expectativas de inflación (gráf. dcha.) y los propios mensajes de la Fed desde septiembre. Sin embargo, el consenso del mercado respecto a la inminente subida contrasta, aunque cada vez menos, con su relativo escepticismo respecto a la continuidad del endurecimiento monetario: para el año que descuenta dos subidas (que una de ellas sea en marzo tampoco está descontado (gráf. dcha.), seguidas de tan solo una más.

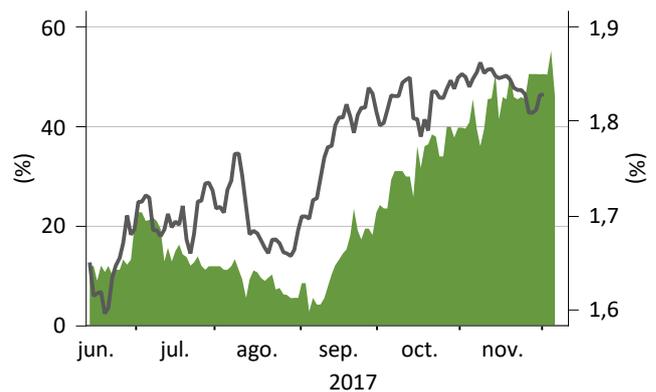
La subida de diciembre está descontada, pero el mercado solo parece descontar tres subidas más.

### Las sorpresas económicas apoyan las subidas de tipos...



— Sorpresas econ. (dcha.) ■ Prob. subida dic.'17 (izda.)

### ...pero más lo hacen las expectativas de inflación



— Infl.impl.10A (dcha.) ■ Probabilidad subida marzo'18 (izda.)

Fuente: Macrobond y MacroYield

## Nuestra perspectiva de tipos: cuatro subidas más en 2018

Y entonces... ¿cuántas subidas más habría que esperar? Utilizamos como guía un modelo que aproxima la antigua función de reacción de la Fed, vigente hasta finales de 2008. A partir de ahí el modelo exigía tipos negativos (hasta cerca del -7% en algún momento de 2009) cuya imposibilidad práctica la Fed trató de compensar mediante sucesivos programas QE. Nuestro modelo (gráf. siguiente) se basa en la tasa de paro, la tasa de utilización de la capacidad productiva, la tasa de inflación subyacente y una estimación de la tasa natural (proporcionada por la Fed de San Francisco). Puede observarse que **el modelo se ajusta bastante bien a las subidas de tipos iniciadas desde 2015**, especialmente si se emplea la tasa de paro U3 (incluye subempleo). Ambos modelos (con U6 y con U3) tienden a converger hacia el futuro entre sí y con la mediana de previsiones del FOMC para 2020 (2,88%). Al igual que las previsiones de la Fed (tres subidas en 2018, dos en 2019 y una en 2020),

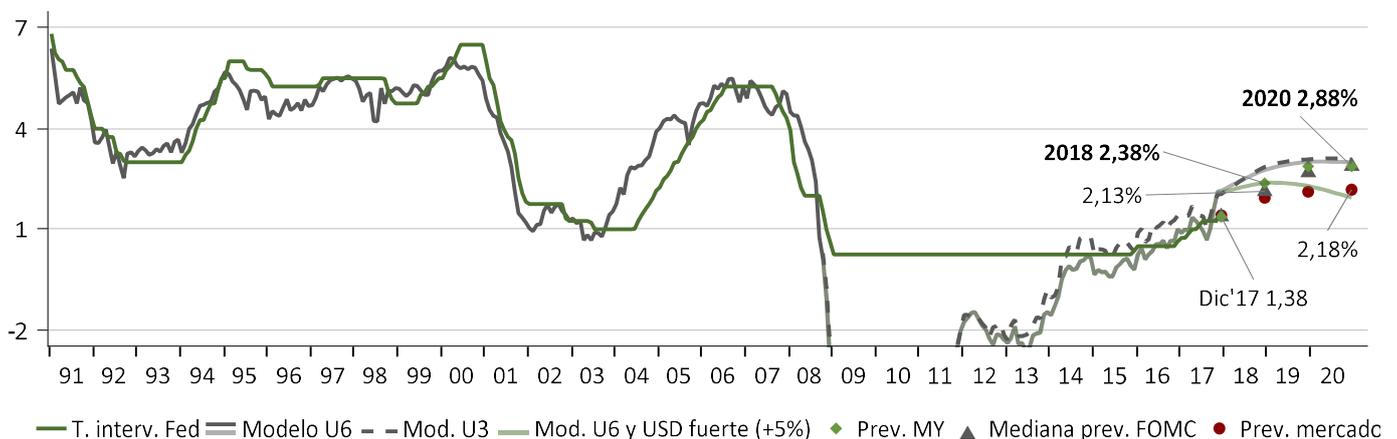
Nuestro modelo de función de reacción tiende a converger con la mediana de previsiones del FOMC...

se separa claramente de las del mercado, que en 2020 solo anticipa una tasa algo superior al 2% (dos subidas en 2018 y a lo sumo una más en 2019). Nuestro modelo, basándose en las previsiones económicas de la Fed, sugiere casi seis subidas en 2018 y poco más después.

**Nuestra previsión central, también incluida en el gráfico, es de cuatro subidas en 2018 y dos más en 2019; es decir, las mismas subidas que la mediana de previsiones del FOMC, pero algo adelantadas.** No llegamos a apostar por las seis subidas en 2018, como el modelo porque rompería demasiado bruscamente con la estrategia de gradualidad adoptada por la Fed y porque, aunque los riesgos económicos no tienen ahora mismo un sesgo claro respecto a las previsiones del FOMC, una senda de subidas significativamente por encima de lo anticipado por el mercado puede propiciar la apreciación del dólar. Una apreciación real cercana al 2% en 2018 ya justificaría en nuestro modelo, por su impacto sobre la UCP, que las subidas del año se limitaran a cuatro (ver gráfico)

...pero sugiere más subidas en 2018. Nosotros anticipamos cuatro. Y dos más en 2019.

### La vieja función de reacción de la Fed vuelve a ser relevante y exige más subidas que el mercado



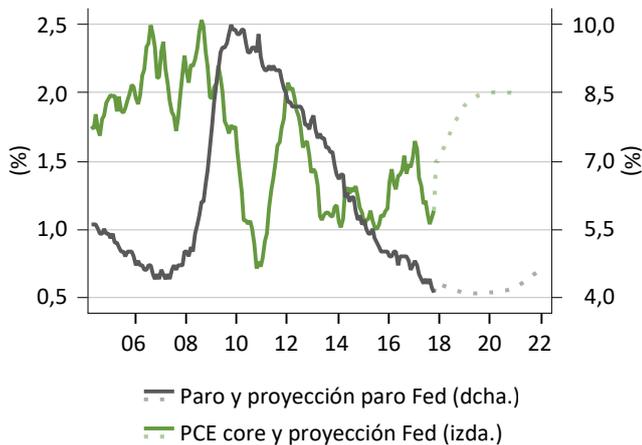
Fuente: Macrobond y MacroYield

¿Son las previsiones de la Fed (y por tanto del modelo) razonables (siguientes dos gráficos)? En conjunto creemos que sí. Si bien es cierto que hay **claros riesgos a la baja en la previsión de que el PCE subyacente alcance el 1,9% a/a al final del año** (en nuestro modelo y en el gráfico, además, usamos el PCE *market-based*, cuya tasa actual se encuentra dos décimas por debajo del “convencional”), también **parece probable que la tasa de paro descienda por debajo del 4,1% que la Fed maneja como suelo**, de la mano de un crecimiento del PIB que puede superar con cierta claridad el 2,1% a/a anticipado por el FOMC para final de 2018, en especial si se aprueba una reforma fiscal relevante. En cuanto al otro componente del modelo, **la tasa real natural** (gráfico siguiente de la derecha), que en su última estimación (junio) se encontraba en el -0,2% (cerca de mínimos históricos) y **que nosotros asumimos estable, es previsible que tienda a repuntar moderadamente** de la mano del crecimiento de la inversión.

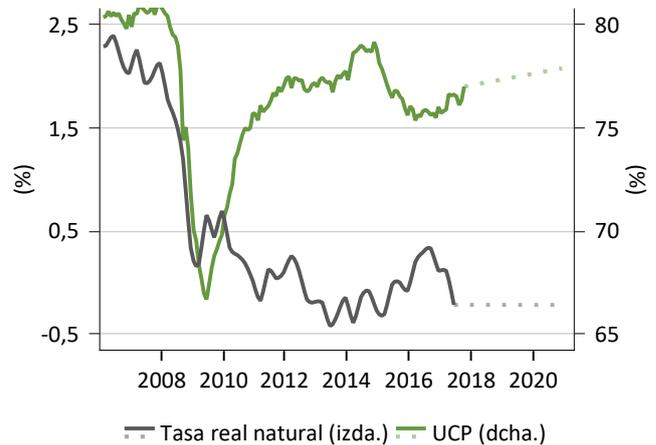
Las previsiones económicas y de tipos del FOMC de diciembre tienen riesgo de ser revisadas al alza, aunque no tanto las de inflación.

De cara a la reunión del FOMC del 12-13 de diciembre, esperamos, por los argumentos señalados y los que veremos a continuación, un tono algo más *hawkish* de la Fed, con un posible incremento de la mediana de previsiones de tipos hacia las cuatro subidas que esperamos en 2018.

### Paro, inflación subyacente y previsiones de Fed



### Utiliz. de la cap. prod., tasa natural y previsiones



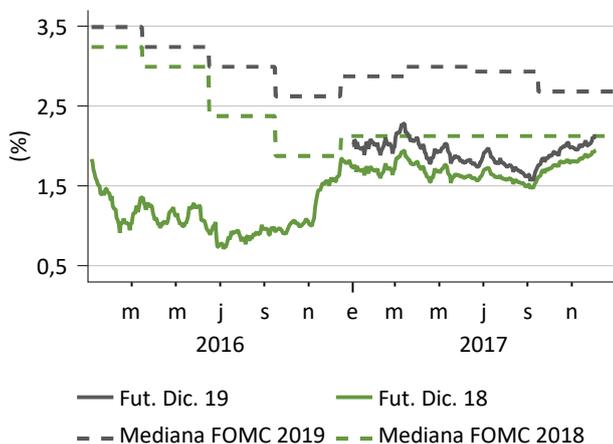
Fuente: Macrobond y MacroYield

### El escepticismo del mercado no es nuevo... pero ¿es real?

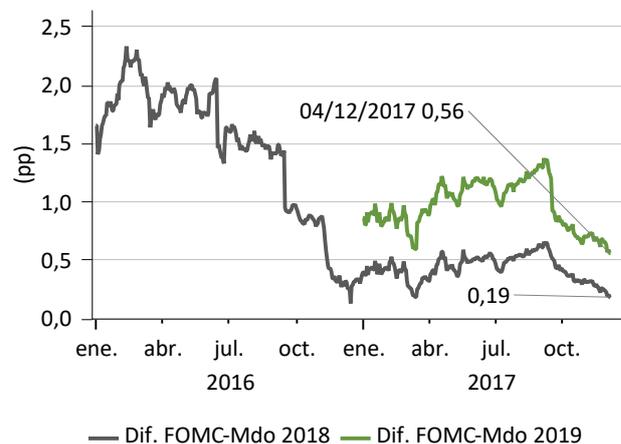
El mercado se ha situado en los dos últimos años sistemáticamente por debajo de la mediana de previsiones del FOMC, como puede comprobarse en los dos siguientes gráficos. En estos momentos, los tipos implícitos en los futuros se encuentran a una distancia de las previsiones del FOMC que es de las más bajas del periodo, pero sigue siendo importante. La distancia se estrechó significativamente cuando el mercado empezó a anticipar la subida de tipos de diciembre de 2016 y desde entonces ha tendido a mantenerse en un rango. La previsión del mercado para diciembre de 2018 se encontraría ahora cerca de 20 pb (casi una subida de tipos) por debajo del FOMC y la previsión para diciembre de 2019 se encontraría entre dos y tres escalones por debajo (gráf. dcha.)

El mercado parece situarse sistemáticamente por debajo de las previsiones del FOMC...

### Previsiones de FOMC y mercado para 2018 y 2019



### Diferencia FOMC-mercado



Fuente: Macrobond y MacroYield

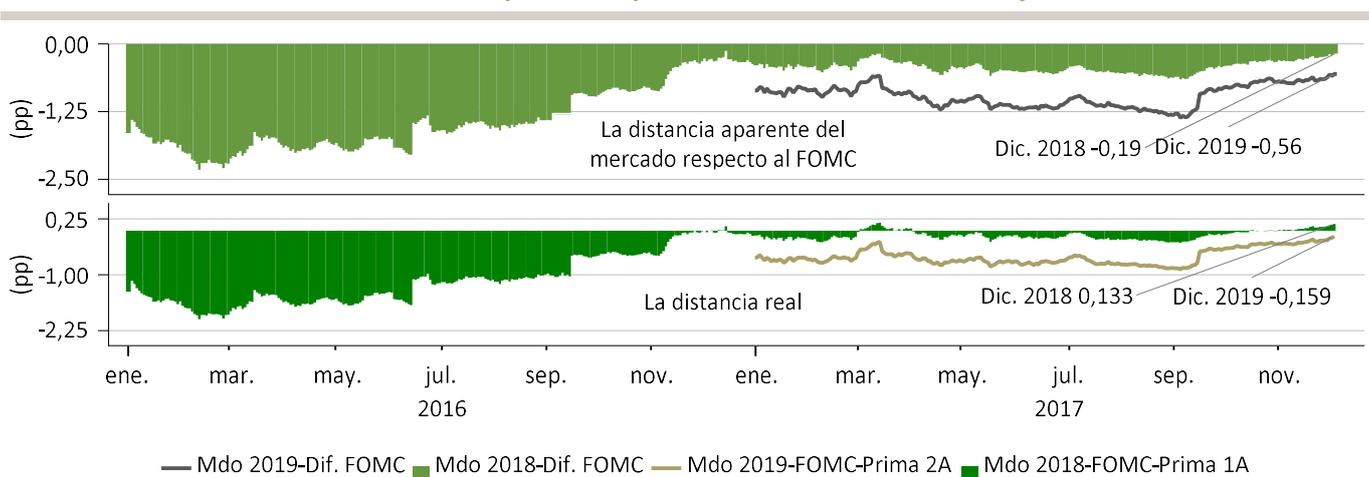
Pero **¿es real esa aparente desconfianza del mercado?** Asumirlo así equivale a ignorar que los futuros, como toda la curva de tipos, incorporan primas de plazo, que, según los cálculos de los economistas de la Fed de Nueva York, son ahora mismo negativas en todos los plazos. Por tanto, **la verdadera previsión del mercado sólo podrá conocerse después de descontar el impacto de las primas de plazo** sobre las cotizaciones de los futuros.

...pero no es así si se tienen en cuenta las primas de plazo.

En el gráfico siguiente comparamos la distancia Mercado – FOMC de los dos últimos años con y sin primas de riesgo. En el panel superior se muestran las diferencias para el final de 2018 y de 2019 sin descontar primas de plazo y en el segundo descontamos las primas de plazo a un año (para la previsión de 2018) y a dos años (para la de 2019). Puede observarse en este segundo caso que las expectativas del mercado están incluso por encima de las del FOMC para 2018 y que para 2019 sólo descuentan menos de una subida de tipos menos. En conclusión, **el mercado confía bastante más de lo que parece en las perspectivas de tipos manejadas por el FOMC**. Esta sintonía se alcanzó a finales de 2016, con la segunda subida de tipos de la Fed, que dejaba atrás las dudas generadas sobre todo hasta principios de ese año por las fuertes turbulencias financieras que acompañaron a la crisis del petróleo.

Por tanto, **el ajuste al alza que pueda tener que hacer en el futuro el mercado ya no obedecerá tanto a la recuperación de sintonía con el FOMC** (como ocurriera en 2016) sino a una mejora de perspectivas que previsiblemente se traducirá en revisiones al alza de las propias previsiones del FOMC.

Teniendo en cuenta las primas de plazo, el mercado no está tan lejos del FOMC



Fuente: Macrobond y MacroYield

**Dovish vs. hawkish: las palomas pierden terreno**

**El repunte de la inflación parece cuestión de tiempo...**

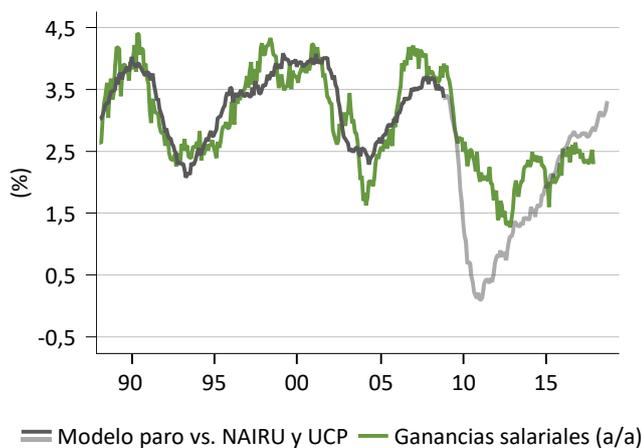
El argumento más sólido de quienes piensan como “parece” hacerlo el mercado es que **sigue sin haber señales de repuntes mínimamente preocupantes en los precios**. La inflación subyacente se sitúa cerca del 1% (1,1% el PCE *market based* y 1,3% el convencional), sin avances desde 2014, y las ganancias salariales no logran despegarse con claridad del 2% (ver gráficos).

Persisten las dudas sobre la inflación...

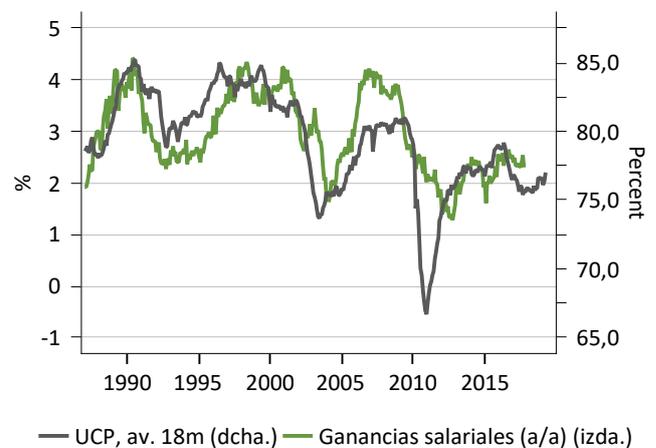
Desde la Fed, la propia Yellen ha reiterado su sorpresa por la ausencia de presiones inflacionistas y sus dudas respecto a su futuro. Especialmente llamativa es la moderación salarial a pesar de que la tasa de paro se encuentre por debajo de los niveles que la Fed considera compatibles con la estabilidad de la inflación. El modelo del gráfico de la izquierda, que hasta 2008 explica el crecimiento salarial por la desviación de la tasa de paro respecto a la NAIRU (avanzada 10 meses) y la tasa de UCP (avanzada 18 meses), habría exigido un desplome del crecimiento salarial que no se produjo en la misma medida, lo que podría explicarse por la rigidez a la baja de los salarios y porque el desempleo crecía sobre todo en las bandas salariales más bajas. Sin embargo, con el retroceso de la tasa de paro habría que esperar una vuelta al crecimiento salarial, algo que pareció empezar a suceder entre febrero de 2015 y julio de 2016 (la tasa subió del 1,6% a/a al 2,6% a/a) pero que se ha truncado en el último año. El modelo sugiere que eso puede tener que ver con la UCP (gráf. dcha.), que anticipaba la caída del último año y que podría haber ganado peso relativo en la determinación de los salarios en relación con la tasa de paro. En cualquier caso, ambos gráficos **sugieren tasas de crecimiento salarial al alza en los próximos meses**.

...pero las ganancias salariales pueden repuntar en los próximos meses...

**El paro y la UCP sugieren repuntes salariales**



**Los retrocesos del último año puede explicarlos la UCP**



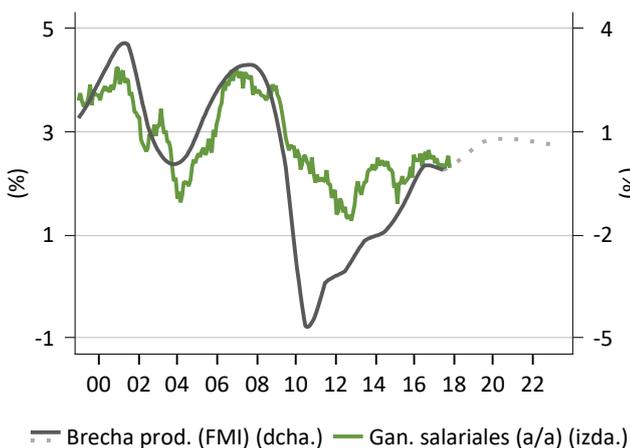
Fuente: Macrobond y MacroYield

Un mensaje similar se obtiene utilizando la medida de la brecha de producción calculada para EEUU por el FMI (siguiente gráf. izda.): entre 2010 y 2014 la rigidez salarial hace que los salarios crezcan más de lo sugerido por la brecha de producción, pero a partir de 2015 vuelven a ir juntas y la perspectiva de cara a 2018 es alcista.

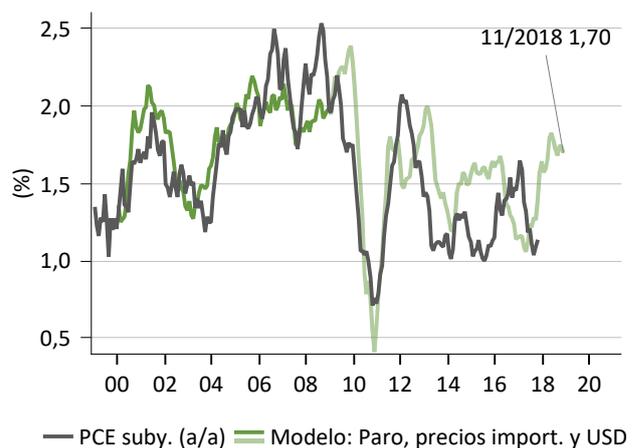
Finalmente, si incluimos el componente económico externo, empleando junto a la tasa de paro los precios de las importaciones y la cotización del USD para tratar de anticipar la evolución de los precios del PCE subyacente, el resultado es que **podemos anticipar un repunte de la inflación subyacente en 2018 de 6 décimas desde los niveles de septiembre** (gráf. dcha.). En el gráfico utilizamos el índice *market based* (solo incluye componentes con precio de mercado), pero la estimación puede equivaler a una tasa próxima al 1,9% anticipado por la Fed para el índice convencional.

...y también la inflación subyacente.

La brecha productiva anticipa más crecimiento salarial



Paro, precios de import. y USD anticipan más inflación



Fuente: Macrobond y MacroYield

**...las condiciones financieras son muy favorables para crear un colchón monetario...**

Independientemente de las perspectivas de la inflación, **la Fed tiene un claro incentivo para subir tipos de manera más que testimonial** si las condiciones económicas y financieras lo permiten: **lograr un colchón monetario razonable que ofrezca garantías de defensa ante una futura recesión**. Históricamente, la Fed se ha defendido de las crisis económicas con recortes de tipos de al menos entre 5 y 6 pp. Poner el límite de la subida, como “parece” plantear el mercado, cerca del 2%, puede llegar a ser inevitable si el tipo real natural o de equilibrio se mantiene en territorio negativo, pero deja muy mermada la munición monetaria “convencional” (margen de recortes de tipos) en un contexto en el que la no convencional ha ido ya muy lejos y apenas ha empezado a deshacerse.

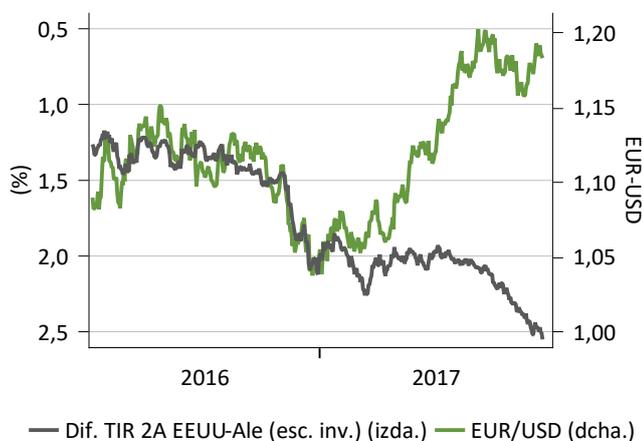
La mejora de las condiciones financieras en los últimos meses facilita nla posibilidad de acumular ahora subidas de tipos que permitan una mejor defensa después si se deteriora la economía.

La pregunta es: ¿lo permiten **las condiciones económicas y financieras**? Y la respuesta parece claramente afirmativa. A las condiciones económicas ya nos hemos referido y están incluidas en el modelo de función de reacción. En cuanto a las financieras, que en 2016 fueron un claro obstáculo para la continuidad de las subidas de tipos iniciadas en diciembre de 2015, **han respondido en el último año muy favorablemente al aumento de expectativas de subidas de tipos**, aumentando así su recorrido potencial.

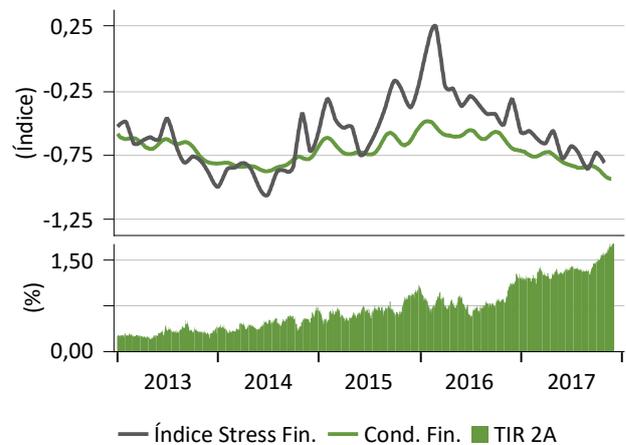
Los dos siguientes gráficos lo ilustran. El de la izquierda muestra la evolución del diferencial de rentabilidad a dos años entre EEUU y Alemania (en escala invertida) y la del tipo de cambio EUR-USD. Puede observarse cómo el aumento del diferencial por el progresivo aumento de las expectativas de subidas de tipos en EEUU no solo no ha venido acompañado de un dólar más fuerte, sino que este se ha depreciado con fuerza, hasta cerca de un 15% (cerca de un 10% el tipo de cambio efectivo frente al conjunto de monedas). **La cuestión del tipo de cambio es doblemente relevante: 1)** su depreciación mejora las perspectivas de crecimiento e inflación y **2)** también reduce los riesgos económicos y financieros globales, pues las economías emergentes suelen ser especialmente vulnerables a un dólar fuerte.

El gráfico de la derecha muestra directamente un índice de condiciones financieras (el de la Fed de Chicago) y otro de estrés financiero (el de la Fed de Kansas). Ambos reflejan una progresiva reducción del estrés y mejora de las condiciones financieras desde los picos adversos registrados a principios de 2016 en plena crisis petrolera y de confianza, a pesar del progresivo repunte en los tipos a corto plazo. El índice de Chicago se sitúa en zona de mínimos históricos, por debajo de los vigentes antes de las subidas de tipos. Por tanto, **la mejora de las condiciones financieras ha ampliado el recorrido potencial al alza de las subidas de tipos de la Fed.**

**El USD se ha depreciado pese a los diferenciales a corto**



**Las condiciones financieras ha mejorado mucho**

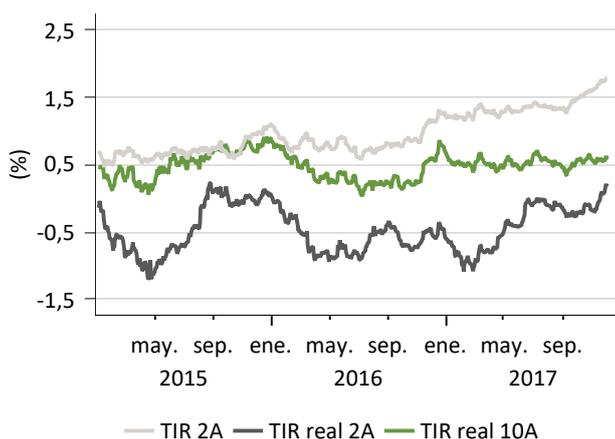


Fuente: Macrobond y MacroYield

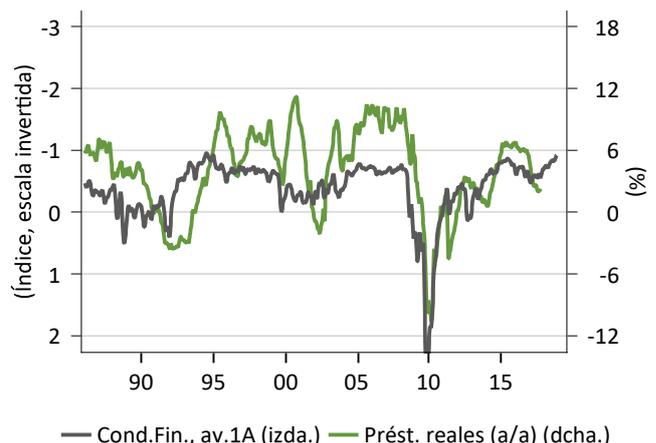
**¿Qué causas y qué consecuencias económicas tiene la mejora de las condiciones financieras?** Una de las razones que han facilitado la mejora de las condiciones de financiación es que el repunte de las rentabilidades a corto plazo no ha venido acompañado de un repunte real de la curva. El siguiente gráfico (izda.) muestra que las TIR reales (descontada inflación implícita) a dos y a diez años se han mantenido en torno a niveles similares a los de mediados de 2015. Por tanto, el repunte ha sido sustancialmente achacable a las mayores expectativas de inflación, especialmente bienvenidas en economías con riesgos deflacionistas. En cuanto a las consecuencias de las mejores condiciones de financiación, el gráfico de la derecha muestra que la mejora de condiciones financieras suele reflejarse con un año de retraso en el crecimiento de los préstamos. En consecuencia, **la mejora de las condiciones en el último año deberá reflejarse en un aumento del crédito a lo largo de 2018.**

El crecimiento de los préstamos deberá aumentar su ritmo en 2018.

La subida de la TIR 2A no ha hecho subir a la curva real



Mejores condiciones financieras = más préstamos



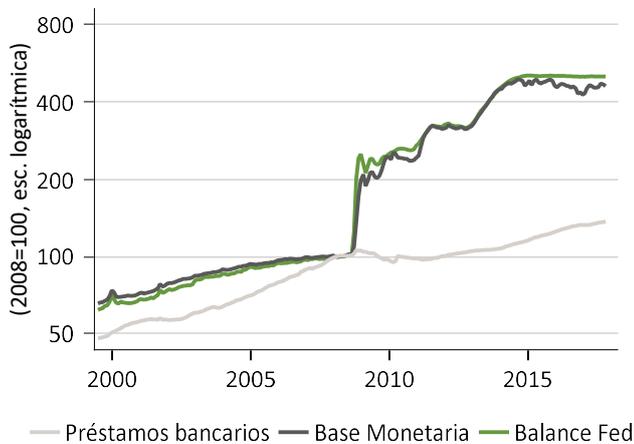
Fuente: Macrobond y MacroYield

**...y defenderse a tiempo de los riesgos de fondo planteados por los QE**

No sólo es que los programas QE de los últimos años hayan limitado durante algún tiempo el margen para el hipotético recurso futuro a nuevas ampliaciones del balance, sino que **su legado plantea riesgos a los que la política convencional debe también hacer frente. Uno de ellos es el de una futura expansión del crédito bancario más allá de lo razonable.** Con los sucesivos QE, el balance de la Fed y la base monetaria de EEUU se multiplicaron por cinco en seis años (siguiente gráf. izda.), lo que no pudo impedir que los préstamos bancarios se estancaran y abandonasen su tendencia anterior (ambos gráficos). **La política monetaria había perdido eficacia.** Sin embargo, el exceso de reservas bancarias en el sistema (actualmente entre doce y trece veces por encima de las legalmente exigidas) plantea el riesgo de que, cuando el apetito prestatario retorne a la economía, la oferta monetaria y tras ella la inflación resulten incontrolables **y las subidas de tipos tengan que ser especialmente intensas.** Sin duda, la principal medida para evitarlo será la retirada de los estímulos no convencionales (siguiente epígrafe), pero las subidas de tipos tienen también un cierto carácter preventivo en este sentido.

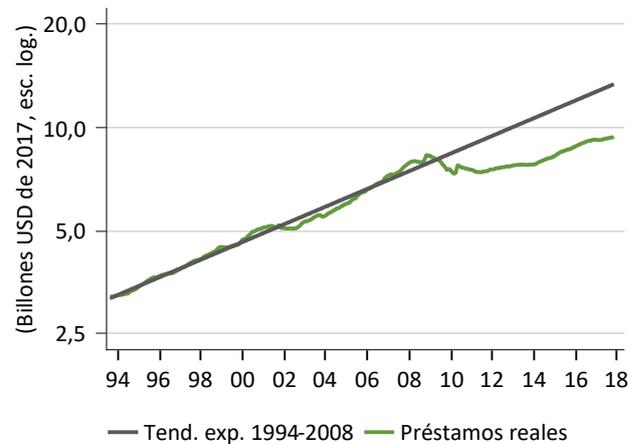
Subir tipos ahora previene el riesgo de subidas muy intensas después como consecuencia de los excesos monetarios no convencionales.

## La expansión del balance contrasta con la del crédito...



Fuente: Macrobond y MacroYield

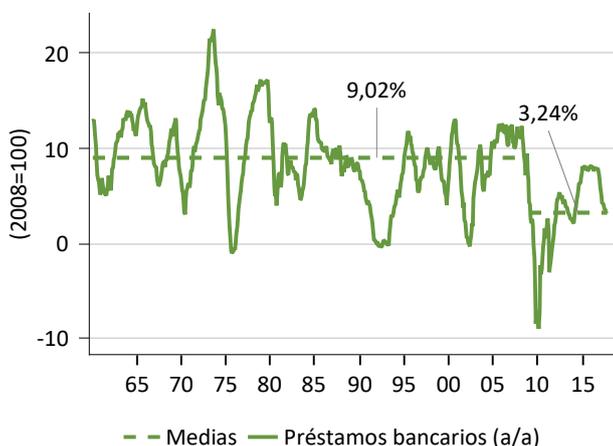
## ...que no ha dejado de alejarse de su tendencia...



Como puede observarse también en el gráfico siguiente (izda.), los préstamos bancarios han venido creciendo tras la crisis a tasas muy inferiores a las vigentes previamente (promedio del 9% a/a desde los años sesenta), pero en 2018 podría alcanzarse tasas próximas a ese promedio, que la Fed no querrá ver superado mientras persista la gran bolsa de liquidez acumulada en el sistema financiero. El gráfico a su derecha ilustra la idea, que mantenemos hace ya tiempo, de **que el actual ciclo de crecimiento goza de la suficiente salud para convertirse en uno de los más largos de la historia**. El riesgo de recesión se mantiene muy bajo y, al igual que la expansión monetaria tuvo un impacto moderado en el crecimiento, su endurecimiento gradual no acabará con él. La tabla final muestra que, en efecto, el actual ciclo sin recesión se convertiría en el más largo del siglo (10,5 años) si, como esperamos, se extiende al menos hasta 2019.

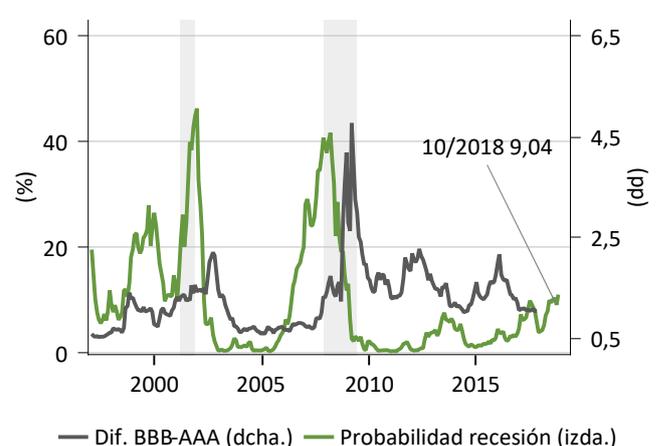
Las subidas de tipos previenen posibles excesos financieros y contribuyen a la moderación de un ciclo expansivo que puede acabar siendo uno de los más largos de la historia.

## ...con tasas de crecimiento bajas



Fuente: Macrobond y MacroYield

## En el mercado no se perciben riesgo de recesión



Períodos sin recesión en EEUU	Años sin recesión	Períodos sin recesión en EEUU	Años sin recesión
Marzo 1933 - Abril 1937	4,17	Marzo 1975 - Diciembre 1979	4,83
Junio 1938 - Enero 1945	6,58	Julio 1980 - Junio 1981	1,00
Octubre 1945 - Octubre 1948	3,08	Noviembre 1982 - Junio 1990	7,67
Octubre 1949 - Junio 1953	3,75	Marzo 1991 - Febrero 2001	10,00
Mayo 1954 - Julio 1957	3,25	Noviembre 2001 - Noviembre 2007	6,08
Abril 1958 - Marzo 1960	2,00	<b>Promedio</b>	<b>4,94</b>
Febrero 1961 - Noviembre 1969	8,83	<b>Junio 2009 - Hoy</b>	<b>8,50</b>
Noviembre 1970 - Octubre 1973	3,00	<b>Junio 2009 - Diciembre 2019</b>	<b>10,50</b>

Finalmente, **otros de los riesgos** planteados por un periodo prolongado bajo regímenes de QE es el de **que se desarrollen burbujas de activos**. Ya hemos visto que las rentabilidades de la deuda a largo plazo y los diferenciales crediticios están en niveles históricamente muy bajos, si bien los bajos niveles de la tasa natural de interés y la ausencia de desequilibrios reales que eleven la amenaza de recesión justifican en gran medida esas cotizaciones. Lo mismo puede decirse de la renta variable. Sin embargo, cierta normalización de la curva de tipos parece deseable, en especial en algunos sectores como el inmobiliario comercial (ver gráfico), cuyos precios han repuntado mucho más allá que los residenciales.

Se trata también de prevenir burbujas de activos.

### Algunos activos se han revalorizado con especial intensidad



Fuente: Macrobond y MacroYield

### El reto de la reducción del balance (QT) y sus riesgos

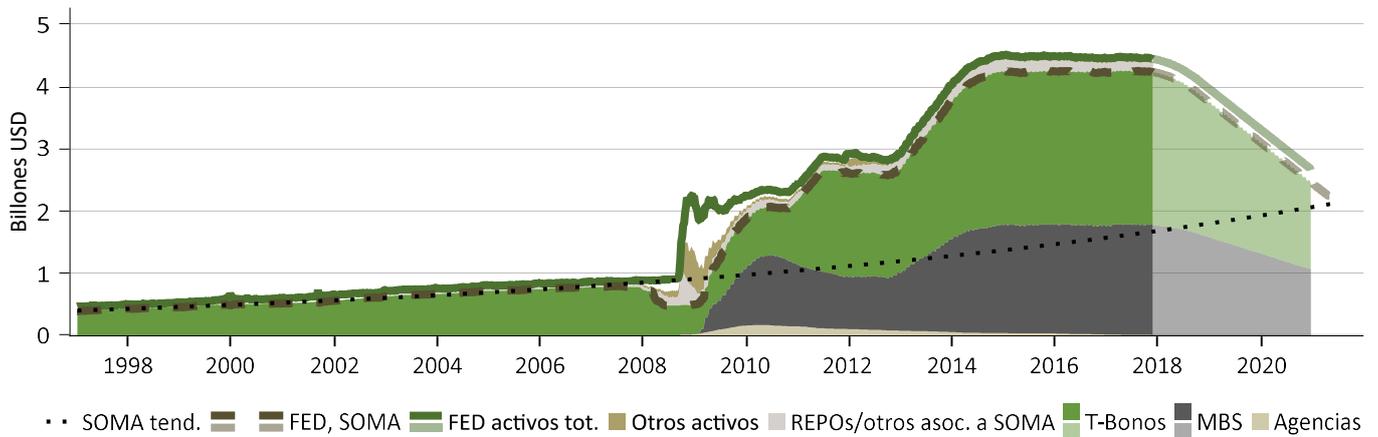
El pasado mes de septiembre la Fed anunció que el plan de reducción de su balance (conocido como QT, *quantitative tapering*) publicado en junio daría comienzo en octubre. Entre octubre y diciembre dejaría de reinvertir los ingresos por vencimientos de títulos del Tesoro y de agencias a razón de un máximo de 6.000 M USD al mes para bonos del Tesoro y de 4.000 M USD al mes para títulos de agencias. A lo largo de 2018, esas cantidades no reinvertidas irán aumentando progresivamente (10.000 M USD de menos reinversiones adicionales cada tres meses, en la misma proporción) hasta un máximo de 50.000 M USD al mes que se alcanzarían en diciembre. Ese máximo permanecerá constante a partir de ese momento

La gradual normalización del balance de la Fed puede prolongarse hasta 2021.

mes a mes hasta que se considere completada **la normalización del balance**, algo que **podría suceder a mediados de 2021**.

En 2021 el balance de la Fed alcanzaría aproximadamente el tamaño que tendría si no se hubieran producido los programas QE. En torno a junio se cruzaría la línea del SOMA (System Open Market Account, cuenta de títulos en manos de la Fed) con su línea de tendencia dibujada hasta 2008 (ver gráfico).

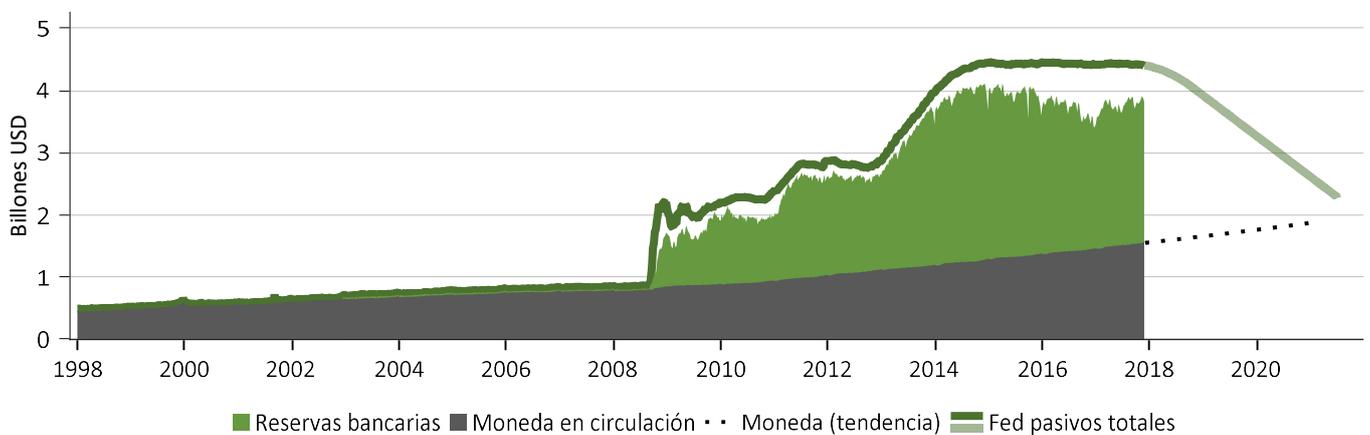
**Balance de la Fed: activos y previsiones**



Fuente: Macrobond y MacroYield

**También a mediados de 2021 es previsible que se haya eliminado el volumen de reservas bancarias que exceden a las reservas legalmente exigidas** y que son el principal riesgo económico a medio plazo planteado por el legado de los QE. El proceso de ajuste podría durar algo más si parte de la circulación de efectivo, que ha podido crecer más de lo normal por los tipos de interés muy bajos, vuelve al sistema bancario, aumentando las reservas, a medida que suban los tipos de interés.

**Balance de la Fed: pasivos y previsiones**



Fuente: Macrobond y MacroYield

## El porqué del QT y sus riesgos

¿Por qué acomete ya la Fed el QT y no espera a completar las subidas de tipos para evitar el potencial impacto sobre el mercado de la confluencia de una suerte de doble endurecimiento monetario? Hay varias razones para ello:

- **Evitar a tiempo que el exceso de reservas bancarias alimente el riesgo de que se llegue a una situación de presiones crediticias e inflacionistas que obliguen a una reducción más brusca del balance** económica y financieramente mucho más perturbadora.
- **Aprovechar el buen momento de mercado** (bajas volatilidad, rentabilidades y diferenciales) **para limitar los impactos adversos de la normalización del balance.**
- **Limitar el mayor coste de remuneración de las reservas bancarias excedentes que acompaña a las subidas de tipos.**

La razón de empezar a normalizar el balance de manera gradual es prevenir el riesgo de tensiones futuras en un momento muy favorable de mercado. Además, se reduce el coste de remunerar las reservas bancarias excedentes.

Además, **la Fed ha querido que el proceso sea muy gradual** no sólo para evitar impactos demasiado bruscos sobre el mercado, sino también **para evitar tener que vender activos directamente**, con el consiguiente reconocimiento de pérdidas.

La gradualidad (no inversiones) sirve también para no tener que vender títulos y reconocer pérdidas.

**La Fed pretende persuadir al mercado de que la normalización del balance será un proceso de carácter más técnico que monetario**, sin un impacto relevante sobre los mercados. Por ello ha insistido en que el principal instrumento de política monetaria es el tipo de interés y en que su intención es mantener el calendario de reducción del balance independientemente de los vaivenes de la economía. Y que solo en situaciones más o menos extremas se plantearía la posibilidad de detener ese proceso de normalización.

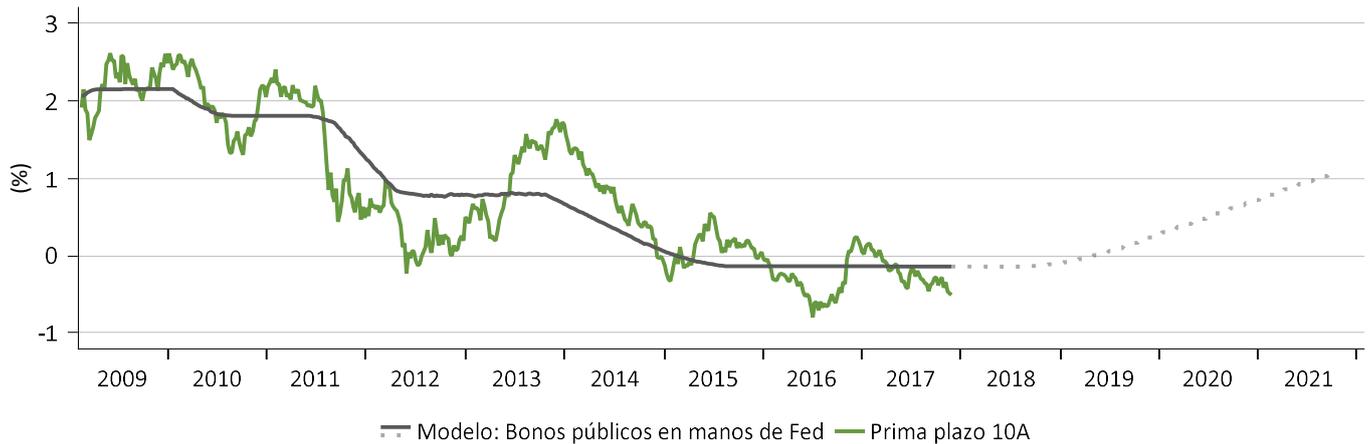
Sin embargo, **sospechamos que no va a ser tan inocuo**. Según estimaciones mencionadas por la propia Yellen, los programas QE pueden haber tenido un impacto a la baja sobre las rentabilidades a 10 años de unos 100 pb, que es aproximadamente la mitad de lo que la prima de plazo de las rentabilidades a 10 años se ha reducido desde 2009 (ver gráfico). **El impacto sobre la prima de plazo es el efecto más propio de los programas QE**, por más que también tuviesen impacto sobre las expectativas de subidas de tipos de la Fed. Pues bien, dado que una parte del proceso de normalización del balance viene dada por el crecimiento nominal de la economía (en los últimos tres años el peso de la base monetaria de EEUU en términos de PIB ha pasado del 23% a menos del 20% por el crecimiento del PIB), podemos asumir que el impacto económico-financiero de la normalización en los próximos cuatro años no será muy superior a la mitad, digamos que en torno al 60%, del que se produjo en el proceso expansivo. Es decir, que si el impacto a la baja de los QE sobre la prima de plazo a diez años fue de 100 pb, su impacto al alza en los próximos cuatro años puede estar cerca de los 60 pb.

La normalización del balance podría tener un impacto sobre la prima a plazo de diez años de al menos 60 pb.

Asumimos así que solo hay impacto sobre las rentabilidades cuando hay variaciones en los niveles absolutos de los activos en manos de la Fed y no cuando las variaciones relativas son provocadas por el aumento del denominador (el PIB, por ejemplo). Por

tanto, si la Fed mantuviera intactos esos niveles absolutos, aunque se redujeran en términos de PIB, no esperaríamos impactos sobre la prima de plazo. El supuesto es discutible, pero es coherente con el hecho de que las primas de plazo no han repuntado tendencialmente en los más de tres años que el balance de la Fed ha quedado “congelado” desde el final del último QE.

**Bonos públicos en manos de la Fed y prima de plazo a 10 años**

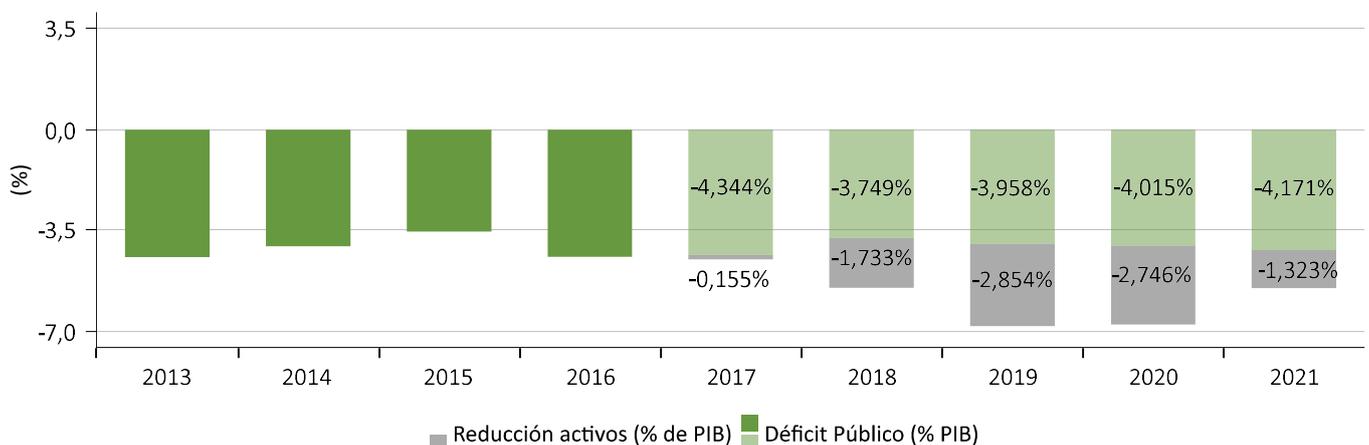


Fuente: Macrobond y MacroYield

Una manera de hacerse una idea de la magnitud del impacto de las no reinversiones de vencimientos es atender a su importe en relación con el del déficit público previsto por el FMI. El siguiente gráfico lo muestra. Puede verse que las no reinversiones de 2018 llevarán papel al mercado por un importe equivalente al 1,7% del PIB, lo que significa que en lugar de asumir exclusivamente la carga de financiar un 3,75% del PIB del déficit previsto, el sector privado se ve obligado a asumir una carga total equivalente a casi un 5,5% del PIB. Esta carga alcanzaría su máximo en 2019 y 2020, con totales en torno al 6,8% del PIB achacables en un 40% a las no reinversiones de la Fed.

Las no reinversiones de la Fed aumentarán la carga de bonos que debe financiar el sector privado por cantidades equivalentes hasta un 77% del déficit fiscal previsto.

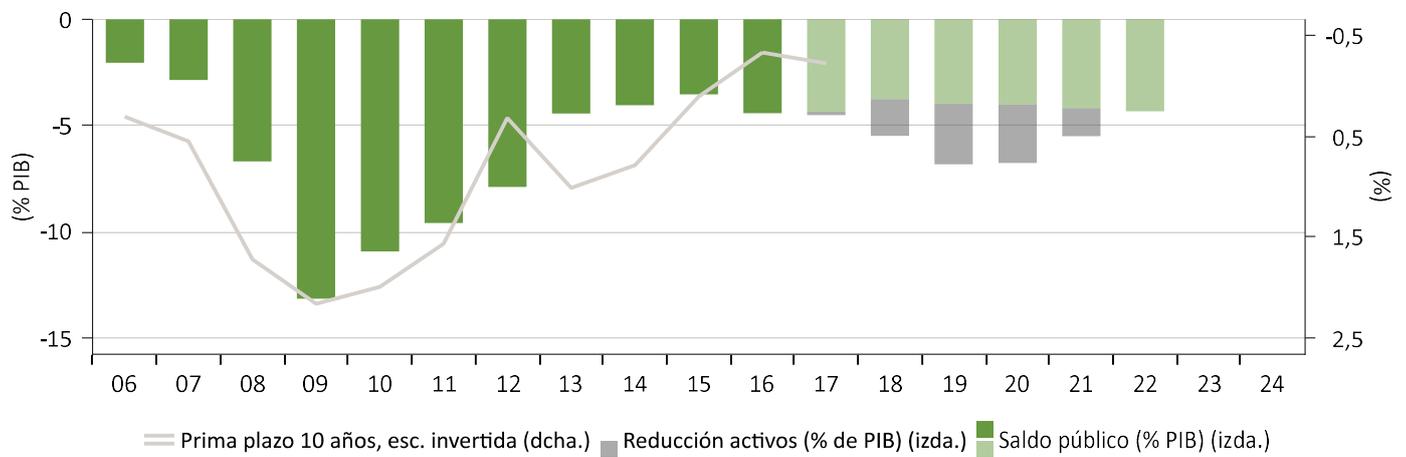
**Las no reinversiones de la Fed se sumarán a la carga del déficit público soportada por el sector privado**



Fuente: Macrobond y MacroYield

**Parece inevitable que esas fuertes cargas añadidas al mercado tengan un impacto relevante sobre las primas de plazo.** El siguiente gráfico sugiere una clara (y lógica) relación inversa entre la prima de plazo y el déficit en términos de PIB. Y, por tanto, apoya con claridad la perspectiva de que el destino de las primas de plazo es elevarse con claridad en los dos próximos años desde sus actuales tasas negativas. Y el orden de magnitud del impacto de las no reinversiones sugerido en el gráfico en los dos primeros años es similar a esos 60 pb que comentábamos antes.

**La prima de plazo repuntará como consecuencia del aumento de la oferta de papel**



Fuente: Macrobond y MacroYield

## Consecuencias para los mercados: moderadas

### Consecuencias para la curva: ¿bearish steepening?

Valoramos a continuación las previsible consecuencias para la curva del Tesoro de EEUU de las perspectivas monetarias que manejamos. En situaciones normales, cuando el banco central sube tipos lo normal es que toda la curva repunte en alguna medida y que el tramo largo lo haga menos, lo que da lugar al llamado *bearish flattening*. Sin embargo, **creemos que las circunstancias actuales sugieren que lo más probable es un *bearish steepening*.**

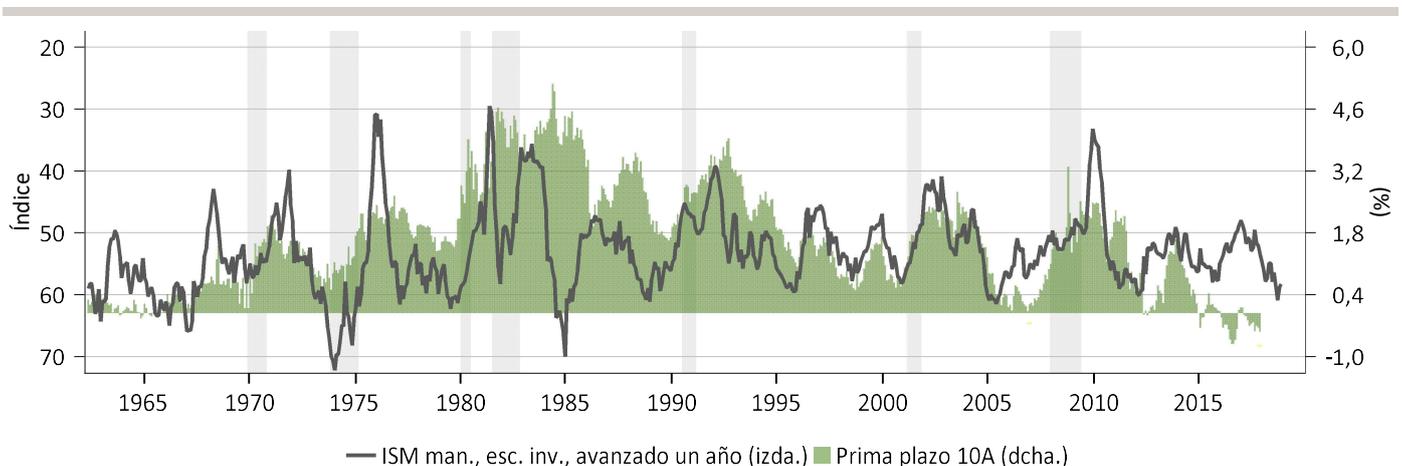
Pese a no ser lo habitual cuando se suben tipo, un *bearish steepening* parece probable.

### La clave está en las primas de plazo

Las rentabilidades de la deuda tienen un componente de expectativas de subidas de tipos oficiales descontando la inflación prevista (o tasa neutral real), otro de expectativas de inflación y finalmente el componente conocido como **la prima de plazo**. Pues bien, el gráfico muestra que este último componente **ha alcanzado en los últimos años cotas extremadamente bajas**, hasta el punto de hacerse negativo en los dos últimos años (estimaciones de economistas de la Fed de Nueva York). Ese comportamiento extremo, por sí mismo, sugiere un claro riesgo de vuelta a los promedios de los años anteriores, por encima del 1% para el 10 años, lo que sin duda contribuiría al *bearish flattening*. Sin embargo, el propio gráfico plantea dudas. Parece haber una relación histórica entre la actividad económica (aproximada por el índice ISM de manufacturas, en escala invertida y avanzado un año) y la prima de plazo: cuando el ISM alcanza máximos, la prima tiende a alcanzar mínimos entre uno y dos años después. En agosto de 2014 hubo un máximo relativo del ISM y en verano de 2016 la prima se situaba en mínimos del -0,7%. **El pasado mes de septiembre el ISM volvió a hacer mínimos. ¿Quiere eso decir que la prima de plazo seguirá bajando en los próximos meses?**

Los grados extremadamente bajos de las primas de plazo apoyan la tesis, aunque su relación histórica con el crecimiento económico plantea dudas.

### EL ISM de manufacturas parece anticipar con un año de adelanto la prima de plazo...

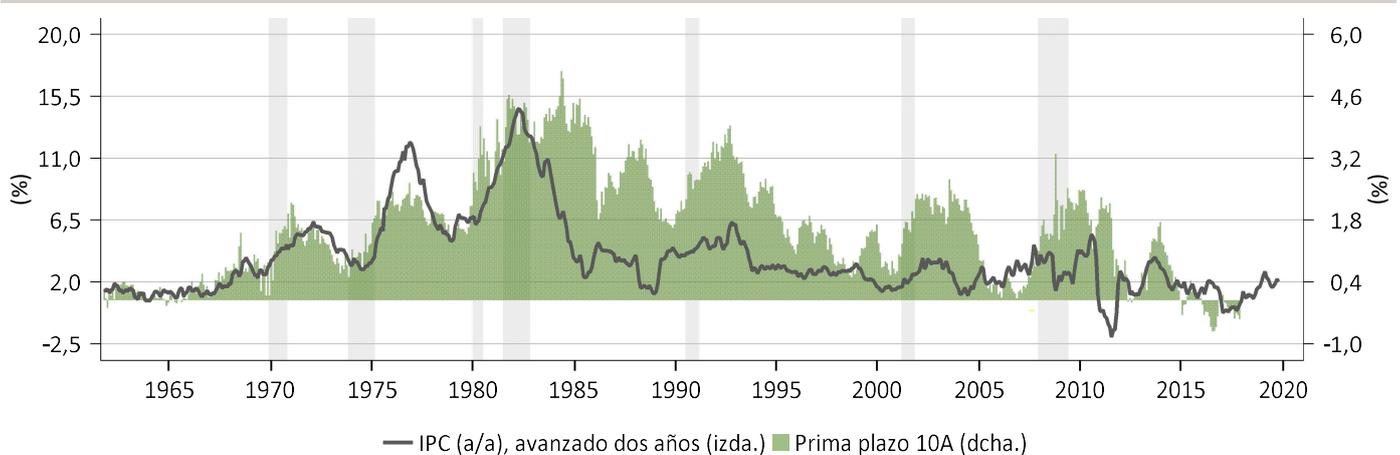


Fuente: Macrobond y MacroYield

El siguiente gráfico ofrece un contraargumento: la inflación también parece asociada a la prima de plazo, esta vez de manera directa: **los máximos de inflación suelen venir seguidos unos dos años después por máximos en las primas de plazo.** La relación tiene sentido: más inflación introduce más incertidumbre sobre la rentabilidad real a largo plazo, pues la inflación tiende a variar más en niveles altos que en niveles bajos. Además, la inflación explicaría también la progresiva tendencia a la baja de las primas de plazo desde los años ochenta. Y apoya la perspectiva de que las primas de plazo se moverán al alza en los próximos meses.

El repunte de la inflación ayuda a elevar las primas.

...pero la inflación lo hace con dos años de anticipación

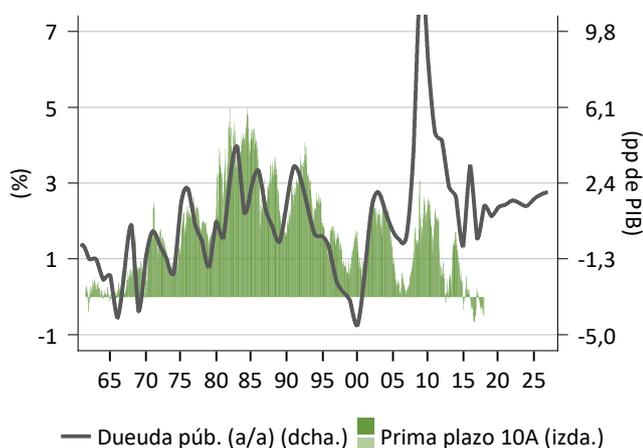


Fuente: Macrobond y MacroYield

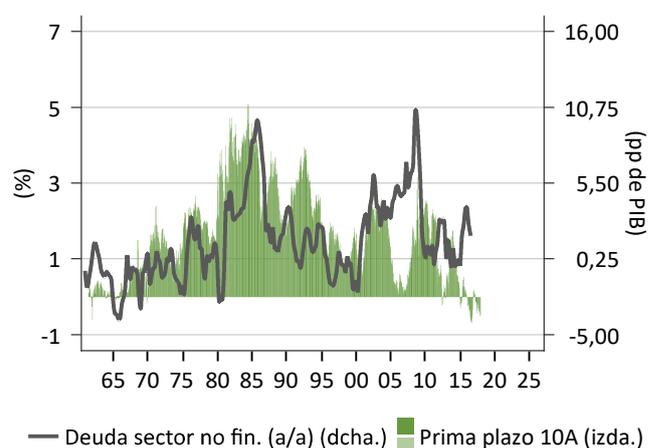
Una nueva variable clarifica la determinación de las primas de plazo y a la vez parece explicar su relación con la actividad económica. El gráfico de la izquierda muestra cómo **la variación anual de la deuda pública en manos del público**, en términos de PIB) **parecía explicar muy bien hasta el inicio de la crisis financiera la evolución de las primas de plazo.** Y tiene sentido: cuanto mayor es la abundancia de papel, se hace menos deseable en términos relativos, por lo que baja la prima de plazo.

La variación de la deuda pública en términos de PIB se asocia también a las primas de plazo.

La variación de la deuda pública explica primas



La deuda del sector privado no fin. ayuda a entender



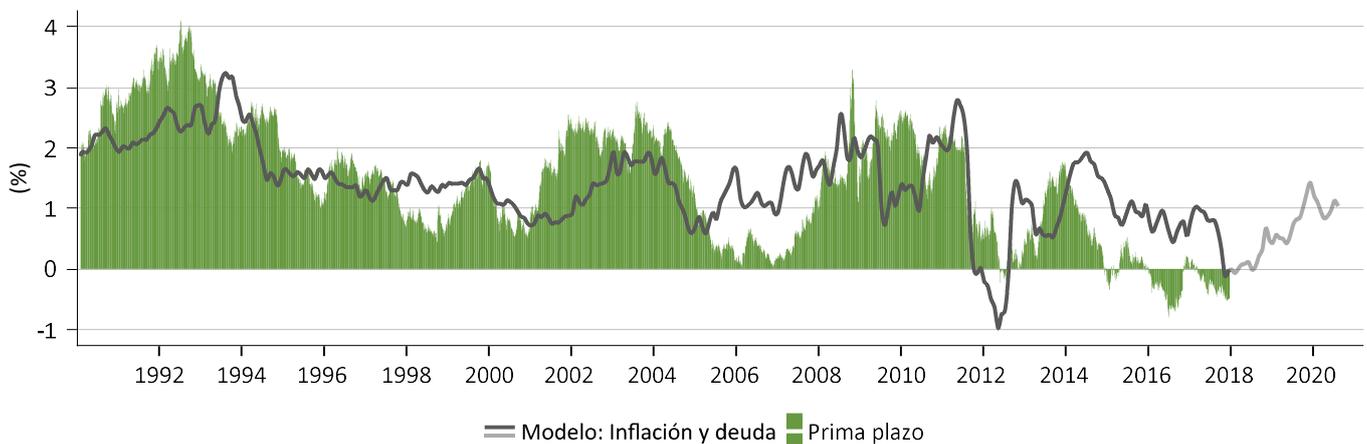
Fuente: Macrobond y MacroYield

Además, la relación también ayuda a entender la conexión con el crecimiento económico: cuando la economía crece, los ingresos públicos aumentan y la necesidad de recurrir al endeudamiento público se reduce, sobre todo en términos de PIB.

Queda por explicar la discrepancia entre la evolución de la deuda pública (al alza) y las primas de plazo (que no la han seguido) tras la crisis financiera. Parte de la explicación reside en la inflación, especialmente contenida durante todo el periodo. Pero también parece razonable pensar en el **posible impacto de la deuda del sector privado**. Durante la crisis, **el sector privado se entregó al desapalancamiento**, reduciendo drásticamente la demanda total de crédito. En ese contexto, el volumen conjunto de deuda pública y privada aumentó relativamente mucho menos, de manera que el atractivo de los bonos como categoría mermó también relativamente menos. El gráfico anterior de la derecha, que incluye la variación de la deuda de todo el sector no financiero (público y privado), lo ilustra. Y **el gráfico siguiente une ambas variables, deuda e inflación, para explicar la prima**. En los dos próximos años asume que la prima deberá irse hacia 1. Se asumen las proyecciones de deuda de la Oficina Presupuestaria del Congreso sin incluir las reformas fiscales, así como la estabilidad de la deuda privada en términos de PIB. Ambas se moverán previsiblemente al alza.

La deuda del sector privado es también relevante para valorar el atractivo relativo de la deuda pública. La falta de demanda privada de fondos facilitó el atractivo de la deuda pública.

La inflación pasada y la deuda de los sectores no financieros ayudan a entender la prima a 10 años



Fuente: Macrobond y MacroYield

Sin embargo, la relación del modelo con las primas es menos clara en los años de la crisis. **Una parte del extraordinario atractivo relativo de la deuda pública en los últimos años está sin duda asociado a las políticas monetarias extraordinarias aplicadas por los principales bancos centrales**, que, si bien no tuvieron un éxito notable en la concesión de crédito o en la aceleración de la inflación, sí lo tuvieron en la compresión generalizada de las rentabilidades. En este sentido, es también relevante la posición cíclica de las distintas políticas monetarias. **Las primas de EEUU, por ejemplo, parecen haberse beneficiado del “diferencial moneta-**

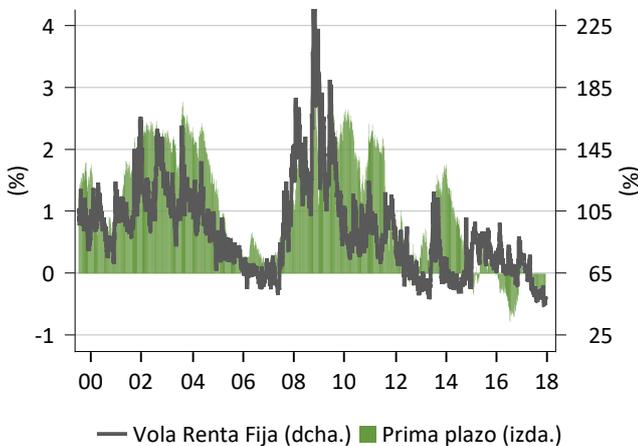
Las políticas monetarias extraordinarias han contribuido también a reducir las primas.

rio” entre EEUU y países economías como las de Europa o Japón. Las mayores rentabilidades de EEUU atraen fondos que contribuyen a mantener baja la prima estadounidense aunque su política monetaria haya empezado a endurecerse.

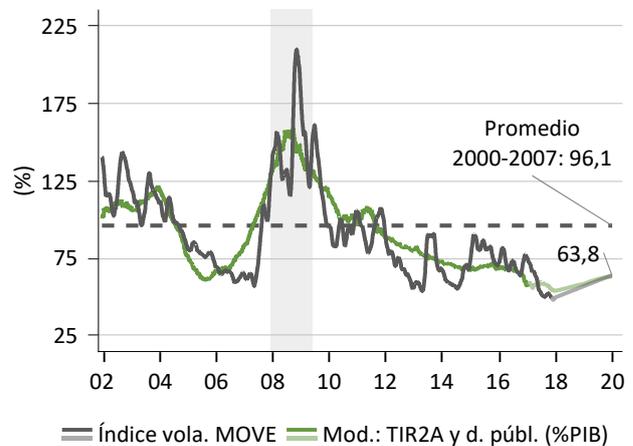
Una nueva aproximación a las primas nos lleva a fijarnos en la volatilidad del mercado de bonos. El gráfico de la izquierda muestra dos cosas: 1) **la volatilidad de la renta fija (índice MOVE a un mes) se encuentra en mínimos históricos;** y 2) la volatilidad **está muy correlacionada con las primas de plazo.** Nos planteamos entonces predecir la volatilidad para ayudarnos a anticipar las primas. Y para ello usamos la deuda pública en términos de PIB (ampliada por las cantidades que en los próximos años sacará la Fed de su balance), la TIR a 2 años (tipos más altos tienden a favorecer más volatilidad) y el diferencial a 2 años EEUU-Alemania (como señal del atractivo relativo de la deuda de EEUU como consecuencia del distinto ciclo monetario). Con todo ello, obtenemos la **perspectiva de un moderado repunte de la volatilidad en los próximos dos años** (gráf. dcha.). La TIR a 2 años y la deuda pública tenderán a repuntar, pero también lo hará en alguna medida el diferencial con Alemania, lo que compensará parte del efecto alcista sobre la prima. En la medida en que Europa adelante su normalización monetaria, la volatilidad de la deuda de EEUU tenderá a repuntar.

La evolución de las primas de plazo está ligada a la volatilidad del mercado de deuda. Sus niveles extremos, las perspectivas de deuda y políticas monetarias apoyan su repunte futuro.

**La volatilidad de la R. Fija se asocia a la prima de plazo**



**La volatilidad puede repuntar suavemente**

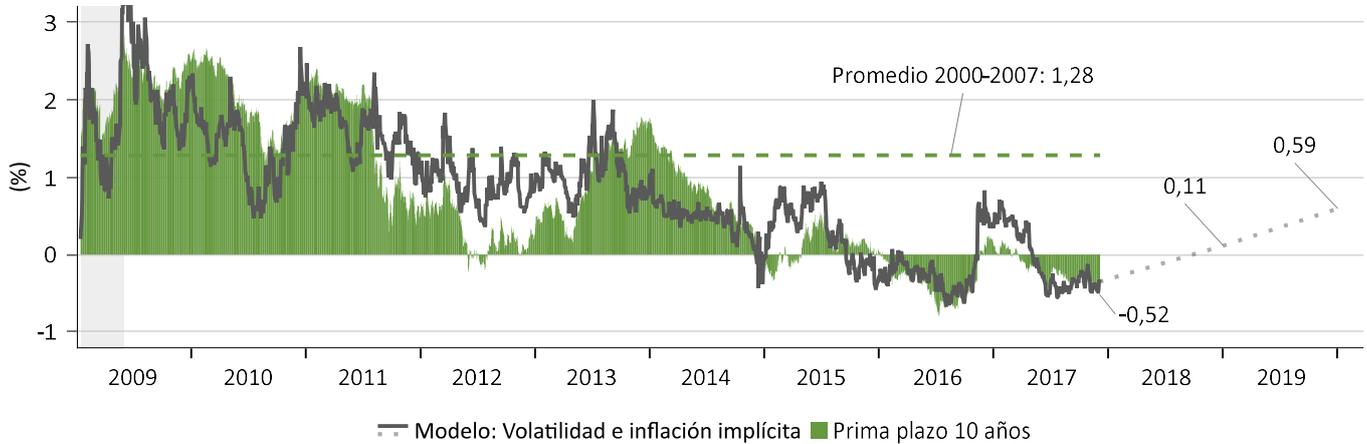


Fuente: Macrobond y MacroYield

A continuación, introducimos esas perspectivas de volatilidad en un **modelo sencillo que explica la prima de plazo a diez años a partir de la volatilidad del mercado y de la inflación implícita a diez años.** Esta se encuentra ahora mismo en cerca del 1,8%, frente a un promedio histórico que antes de la crisis se situaba en torno al 2,2%. Asumimos de manera conservadora que en los dos próximos años se situará en torno a esos niveles. Con ambos supuestos, **la prima de plazo a diez años podría elevarse desde las actuales referencias cercanas al -0,5%, hasta el 0,1% en 2018 y el 0,6% en 2019** (gráf. dcha.). Todos los supuestos (de deuda, rentabilidades a corto plazo e inflación, han sido conservadores y en conjunto, los riesgos parecen sesgados al alza. La previsión sólo asume que la prima hará poco más que la mitad del camino que le separa de su promedio entre 2000 y 2007.

Añadiendo la perspectiva de un repunte en la inflación implícita, la prima a diez años podría elevarse hasta el 0,6% en 2019.

El repunte de la volatilidad y de la inflación implícita favorecerá el de la prima de plazo

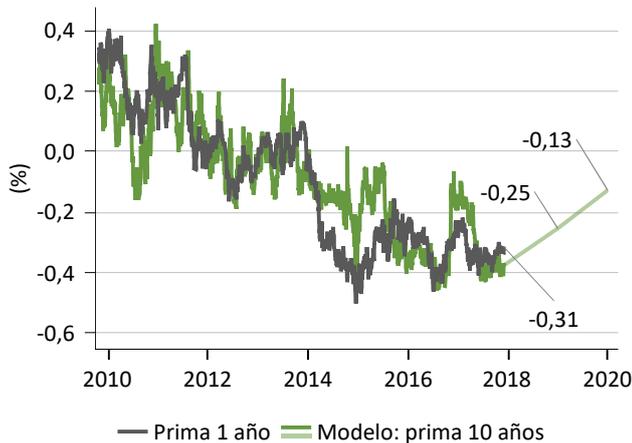


Fuente: Macrobond y MacroYield

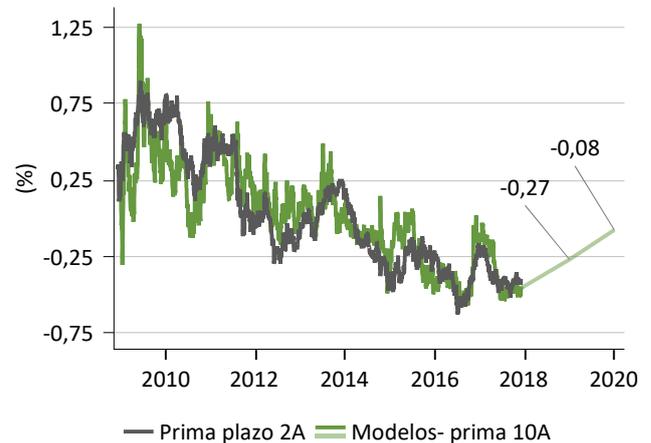
El tramo corto

Los tramos más cortos de la curva también incorporan primas de plazo. Por suerte, estas tienden a mantener relaciones más o menos estables con las primas más alejadas, de manera que podemos estimar las primas futuras a 1 y 2 años a partir de las primas a diez años (ver gráficos). Ambas presentan un recorrido al alza de menos de un tercio del de la prima a 10 años.

Estimación de la prima de plazo a 1 año



Estimación de la prima de plazo a 2 años



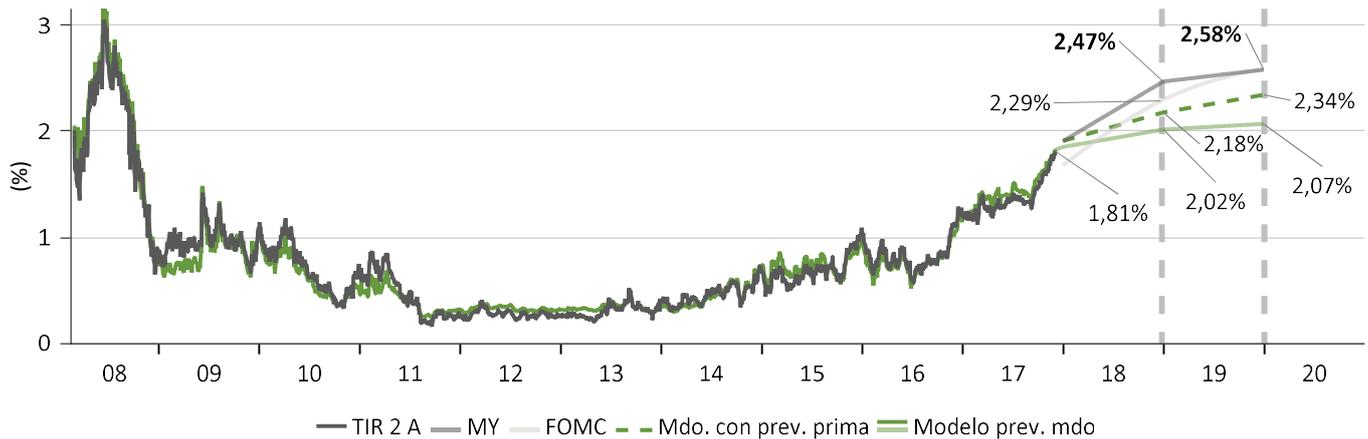
Fuente: Macrobond y MacroYield

Estimamos la evolución de la TIR a 2 años a partir de las previsiones para el tipo de referencia de la Fed y, en el caso de la “previsión” del mercado, usamos también las estimaciones de prima de plazo a 1 y 2 años. El siguiente gráfico muestra que desde referencias del 1,8%, el mercado asume que, si las primas de plazo se mantienen estables, las rentabilidades subirán hasta el 2,02% en 2018 y hasta el 2,07% en 2019. Si las primas aumentan como esperamos, las actuales previsiones del mercado para los tipos de la Fed son coherentes con tipos a dos años del 2,18% en 2018 y del 2,36% en 2019. **Nuestros propios supuestos sobre la Fed y las**

Anticipamos repuntes en la TIR a 2 años hasta el 2,5% en 2018.

primas a plazo llevarían a la TIR a 2 años al 2,47% en 2018 y el 2,58% en 2019, todavía por debajo de los máximos de 2008 y algo por encima del supuesto coherente con la mediana de previsiones del FOMC de septiembre (que puede alterarse en diciembre).

Distintos escenarios para la TIR a 2 años, incluida nuestra previsión



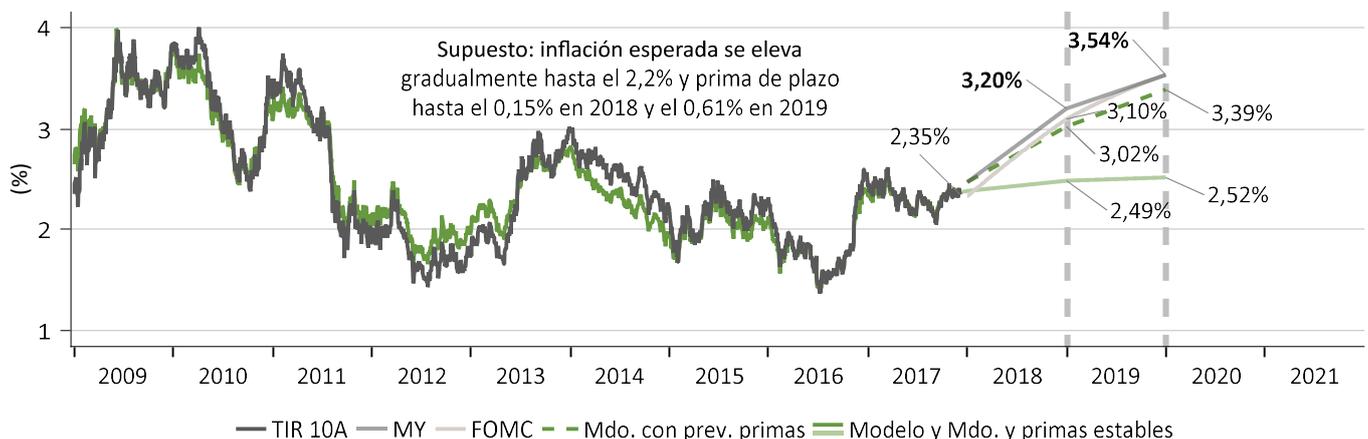
Fuente: Macrobond y MacroYield

El tramo largo

Con las estimaciones de TIR a dos años y nuestras perspectivas para la prima de plazo y la inflación implícita, abordamos las previsiones para la TIR a 10 años (gráfico siguiente). **Nuestra previsión es que la TIR alcance el 3,20% en 2018 y el 3,54% en 2019.** La distancia respecto a la previsión del mercado bajo el supuesto de primas de plazo/inflación estables es considerable: más de 70 pb en 2018 y casi 100 pb en 2019. Pero, como sabemos, esto tiene mucho más que ver con las primas de plazo e inflación que con las perspectivas sobre los tipos de la Fed. **La distancia respecto al mercado se reduce a menos de 15 pb si se incorporan esas primas.**

La TIR a 10 años puede subir hasta el 3,20% en 2018 y el 3,54% en 2019 por la normalización de las primas de plazo y de la inflación esperada.

Distintos escenarios para la TIR a 10 años, incluida nuestra previsión



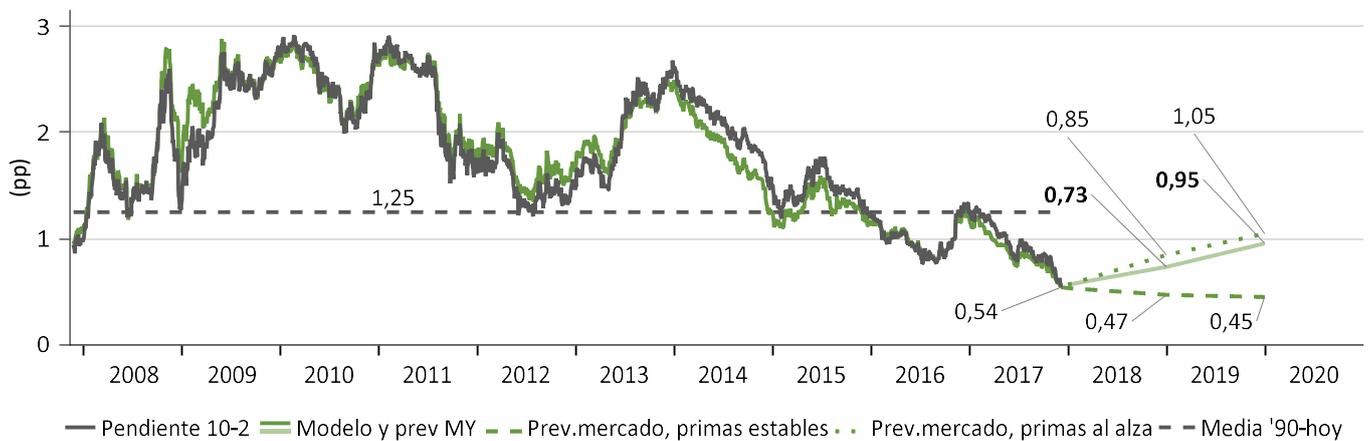
Fuente: Macrobond y MacroYield

### La pendiente 10-2

La pendiente de la curva está servida (siguiente gráfico). Con primas de plazo e inflación estables y las perspectivas del mercado sobre la Fed, la pendiente prolongaría gradualmente su aplanamiento del último año, hasta los 47 pb; es decir, habría un suave *bearish flattening*. Sin embargo, **las primas de plazo e inflación (sobre todo las primeras) tienen el suficiente recorrido al alza para favorecer el apuntamiento de la pendiente o un *bearish steepening*.**

La pendiente 10-2 se recuperaría moderadamente.

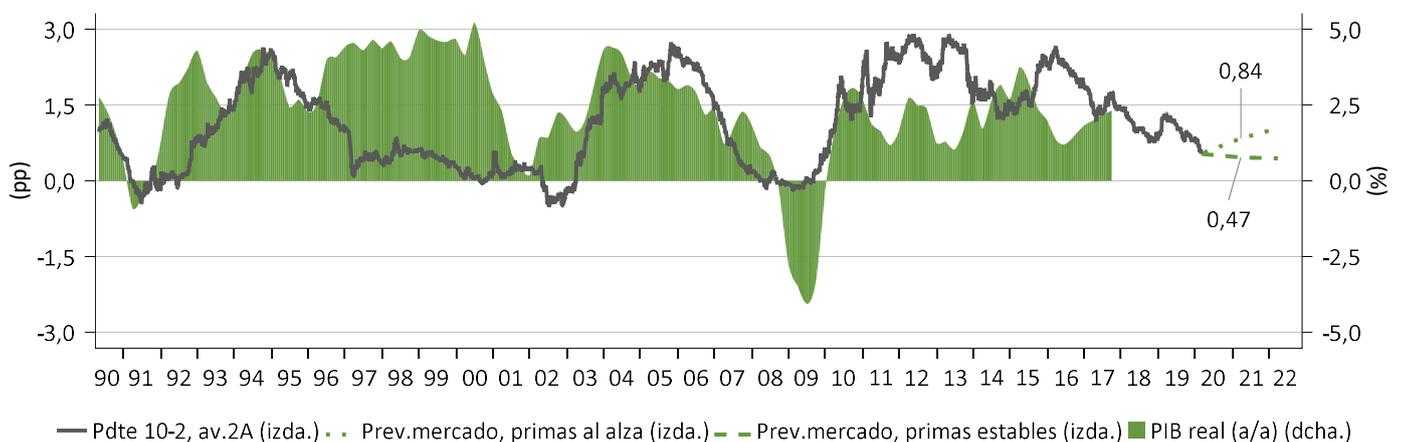
#### La pendiente de la curva podría no aplanarse más...



Fuente: Macrobond y MacroYield

El resultado precedente puede tender a tranquilizarnos respecto a los riesgos económicos. **La relación histórica de la pendiente con la economía sugiere riesgo de recesión en torno a dos años después de que aquella se anule** (gráf. siguiente). Como el rango de previsiones que manejamos se encuentra lejos del nivel cero, podríamos concluir que no hay riesgos relevantes en el horizonte.

#### ... para alegría de la economía

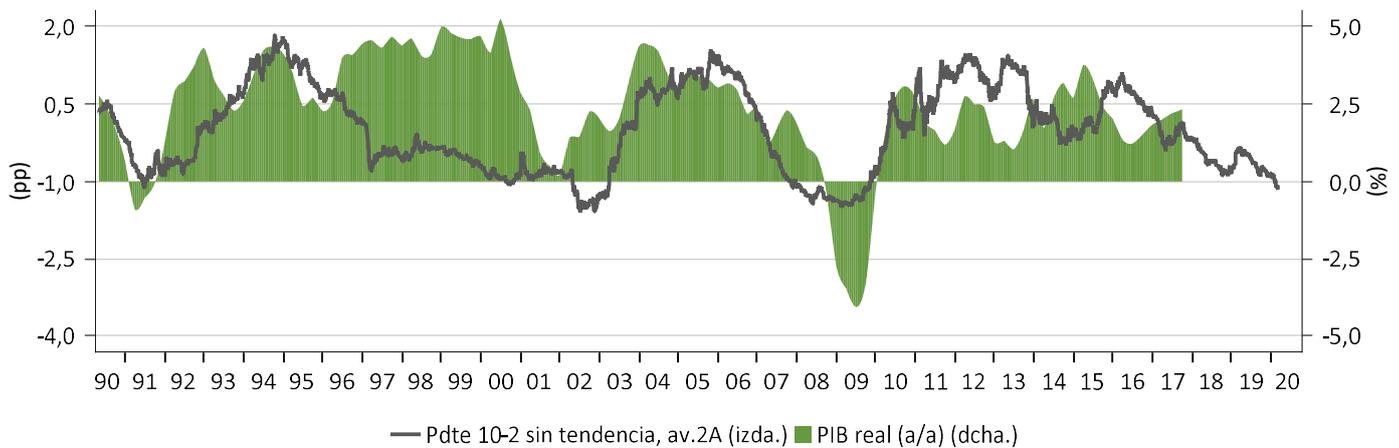


Fuente: Macrobond y MacroYield

Sin embargo, en la medida en que la señal de la pendiente sea relevante, no es tan evidente que el gráfico deba tranquilizar. Al menos desde los años 90 la pendiente muestra a una cierta tendencia al alza que probablemente se asocia a la tendencia a la baja de los tipos reales. **Si eliminamos la tendencia del gráfico (gráf. siguiente), la imagen que devuelve es algo más inquietante:** la pendiente habría tocado ya niveles peligrosos que podrían anunciar estancamiento o recesión hacia finales de 2019.

El aplanamiento ya registrado inquieta en términos económicos...

La pendiente sin tendencia inquieta algo más...

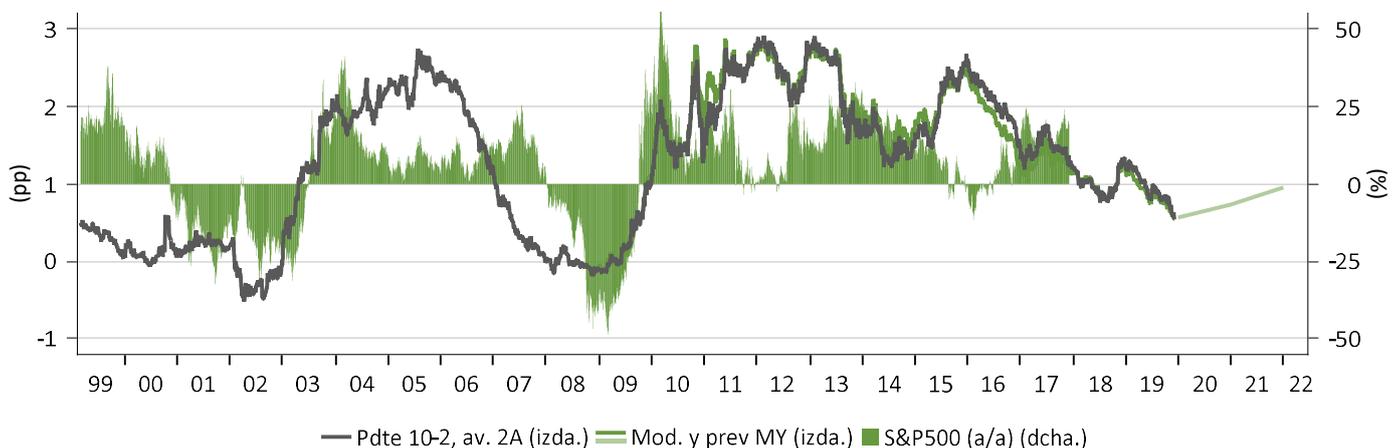


Fuente: Macrobond y MacroYield

Aun con ese cambio de perspectiva, creemos que **los motivos de preocupación son limitados**. Sobre todo, porque buena parte del recorte de pendiente de los dos últimos años se ha asociado, como hemos visto, a caídas importantes en las primas de plazo, que se han hecho muy negativas. **La caída de estas primas no responde a pesimismo económico, sino a bajas perspectivas de inflación, a una dinámica de deuda favorable y al impacto de políticas monetarias, sobre todo fuera de EEUU, muy expansivas.** Así pues, tampoco creemos que la evolución de la pendiente anticipe caídas intensas en la renta variable en los próximos dos años.

...pero encontramos razones para limitar esa inquietud.

La relación con la renta variable es algo menos clara



Fuente: Macrobond y MacroYield

## Previsiones curva EEUU

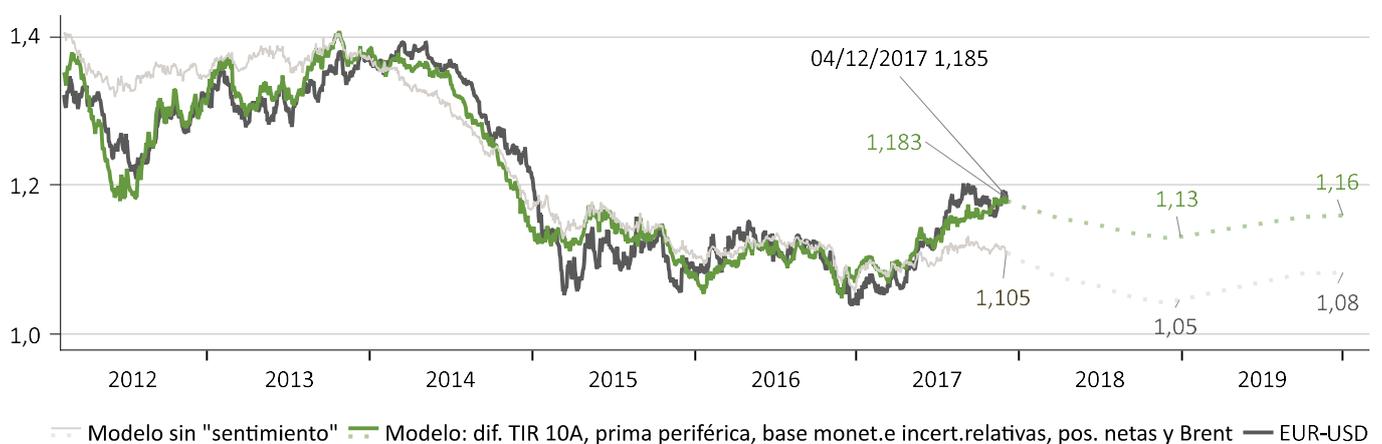
TIR 2 años	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 2019
Mercado sin subida primas	1,80	1,99	2,06
Mercado con subida primas	1,80	2,12	2,30
FOMC y subida primas	1,80	2,29	2,58
<b>MY</b>	<b>1,80</b>	<b>2,47</b>	<b>2,58</b>
TIR 10 años			
Mercado sin subida primas	2,37	2,52	2,56
Mercado con subida primas	2,37	2,98	3,36
FOMC y subida primas	2,37	3,09	3,53
<b>MY</b>	<b>2,37</b>	<b>3,20</b>	<b>3,53</b>
Pendiente 10-2			
<b>MY</b>	<b>0,54</b>	<b>0,73</b>	<b>0,95</b>

## Consecuencias para el tipo de cambio...

La perspectiva de un cambio gradual en la política monetaria del BCE, junto a los buenos datos económicos de la Eurozona y su ciclo menos maduro, hacen que muchos analistas anticipen la continuidad de la depreciación del dólar frente al euro. Nuestro modelo, que hoy valora al euro casi como el mercado, sugiere otra cosa. Asumiendo que las posiciones netas en euros en el mercado de futuros, las primas soberanas periféricas y el barril de petróleo se mantienen estables, **la evolución de las bases monetarias relativas y de los diferenciales a 10 años llevarían a una suave depreciación del euro en 2018, hacia 1,13 USD, para apreciarse después hacia 1,16** (sig. gráf.)

La evolución de las bases monetarias relativas y de los diferenciales a 10 años llevarían a una suave depreciación del euro en 2018, hacia 1,13 USD, para apreciarse después hacia 1,16.

### Riesgos bajistas para el euro en 2018



Fuente: Macrobond y MacroYield

Sin embargo, observamos un **claro sesgo a la baja en los riesgos de esa previsión**. Excluyendo del modelo las posiciones netas en el mercado de futuros, actualmente extremadamente largas en euros, el nivel razonable sería 1,105 USD y la previsión de depreciación en 2018 llevaría al cruce hasta 1,05 USD. Si, además de normalizarse las posiciones de mercado, el petróleo se deprecia en alguna medida (posible en los próximos meses) y el BCE decide prolongar las compras de activos más allá de septiembre de 2019 (menos probable), los riesgos a la baja aumentarían.

Las posiciones largas extremas en euros en el mercado de futuros sugieren riesgos adicionales a la baja.

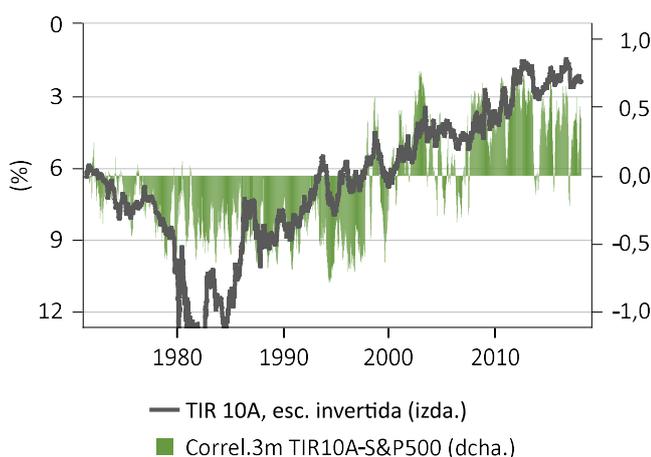
## ...y para la renta variable

### El riesgo direccional

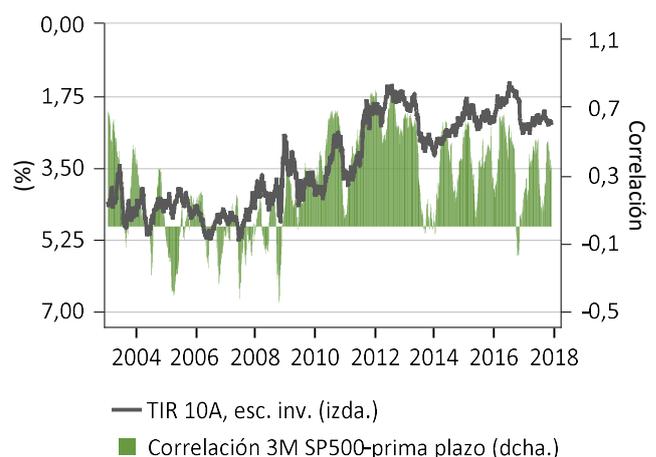
En principio, **unas subidas de tipos moderadas desde los bajos niveles actuales y que se concentrarían en primas de plazo e inflación esperada no deben ser en sí mismas una amenaza relevante para la renta variable**. El gráfico de la izquierda muestra que **las correlaciones móviles entre las variaciones diarias de la TIR a 10 años y el S&P500 son positivas desde que la TIR se redujo en 1997 y de manera más duradera en 2000 por debajo del 6%**. Por tanto, desde los actuales bajos niveles de TIR, sus repuntes pueden convivir con avances en la renta variable. Si atendemos solo al **componente de la prima de plazo** (gráf. dcha.), puede observarse que **su correlación con el S&P500, que era poco significativa antes de la crisis, se vuelve positiva a partir de niveles de TIR por debajo del 4,75%-5%**. Se trata del componente para el que vemos más recorrido al alza, lo que de nuevo nos tranquiliza desde el punto de vista de la renta variable.

El repunte de la curva no parece una amenaza para la renta variable, que mantiene correlaciones positivas con los componentes de la TIR a 10 años que pueden repuntar.

TIR y S&P500, correlación positiva con TIR baja...



...al igual que prima de plazo y S&P500

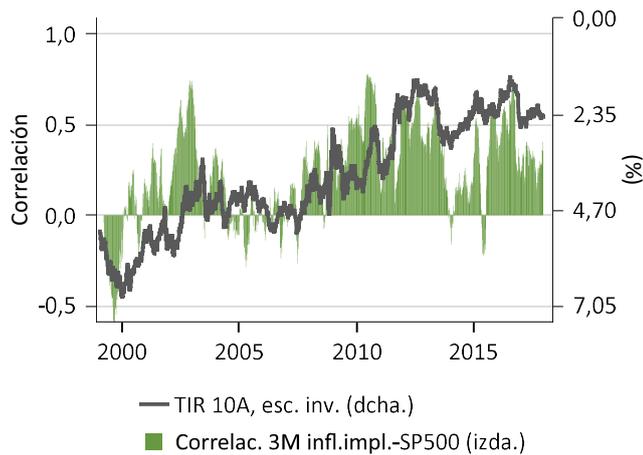


Fuente: Macrobond y MacroYield

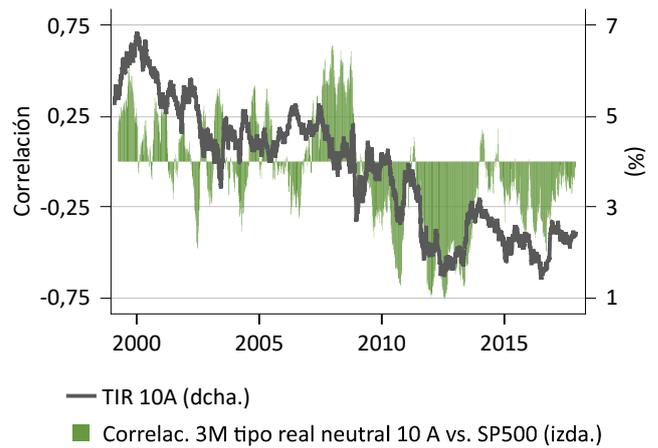
**Una historia similar ofrece la correlación de la inflación implícita respecto a la renta variable** (siguiente. gráf. izda.). Con rentabilidades por debajo del 4,7%, la correlación tiende a ser positiva.

Finalmente, **solo el componente restante**, el tipo real neutral (la tasa sin prima de plazo y sin inflación esperada) **presenta correlación negativa** con el S&P500 (gráf. dcha.). Es sin duda el componente indeseable desde el punto de vista de la renta variable y de la economía: subidas de tipos que no se justifican/compensan por mayor inflación y/o crecimiento.

### La inflación también se lleva bien con el S&P500...



### ...pero no el tipo real neutral



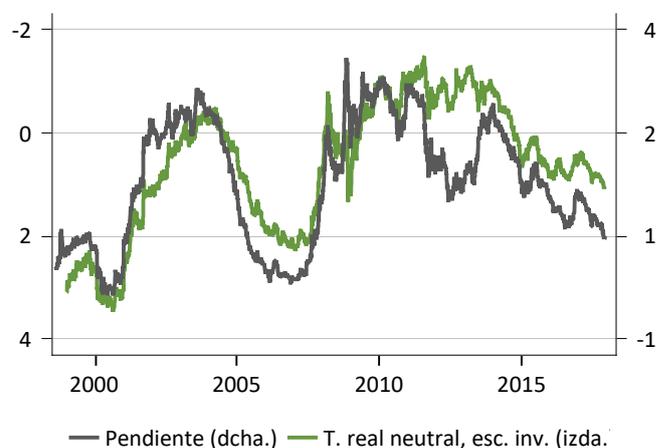
Fuente: Macrobond y MacroYield

No debe sorprender que la evolución histórica del tipo real neutral sea en buena medida inversa a la de la pendiente de la curva (gráf. dcha.), pues la pendiente elimina gran parte del efecto de la inflación esperada y recoge sobre todo el impacto relativo de las perspectivas de subidas reales de tipos. **Nuestras previsiones para la curva asumen una moderada relajación de la tasa real neutral** (cuadro de la izda.)

### Previsiones para la TIR y sus componentes

	Actual	Fin 2018	Fin 2019
<b>TIR 10A</b>	2,36	3,2	3,53
<b>Prima plazo</b>	-0,41	0,15	0,61
<b>Prima inflación</b>	1,8	2,2	2,2
<b>Tipo real neutral</b>	<b>0,97</b>	<b>0,85</b>	<b>0,72</b>

### La tasa neutral, una evolución inversa a la pendiente



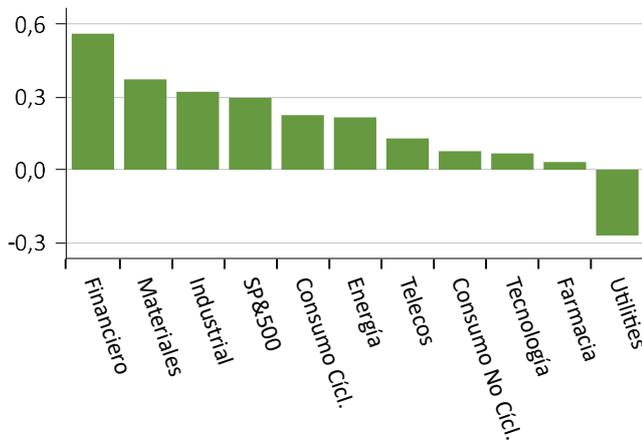
Fuente: Macrobond y MacroYield

## El riesgo sectorial

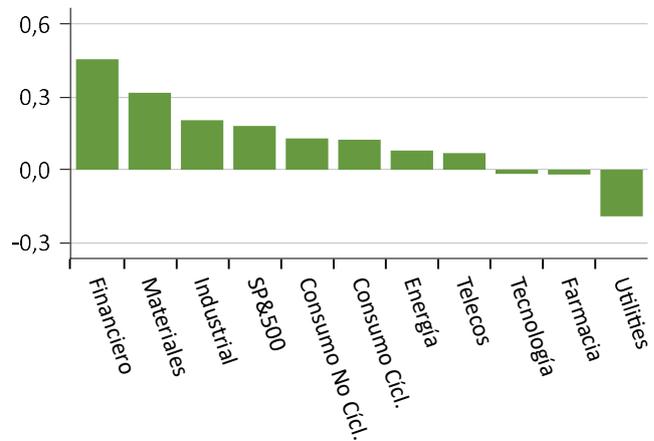
Desde el punto de vista sectorial, **el sector que más se beneficia cuando hay repuntes en la curva de rentabilidades es Financiero** (ver siguientes gráficos) y **el único claramente perjudicado es Utilities**. En general, son los sectores cíclicos los que mejor se comportan en un contexto de tipos al alza. Las correlaciones son mayores con la TIR a 10 años que con la TIR a 2 años, pero llama la atención que es Energía el sector donde esto es más claro.

Financiero es el sector que mejor se comporta con subidas de la TIR y Utilities el que peor lo hace.

Correlación con TIR 10a últimos seis meses



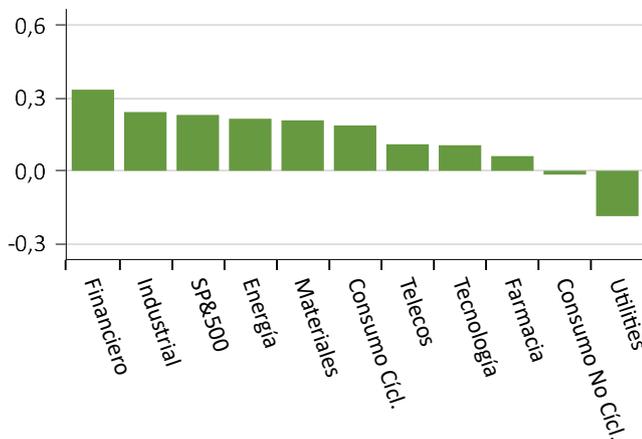
Correlación con TIR 2a últimos seis meses



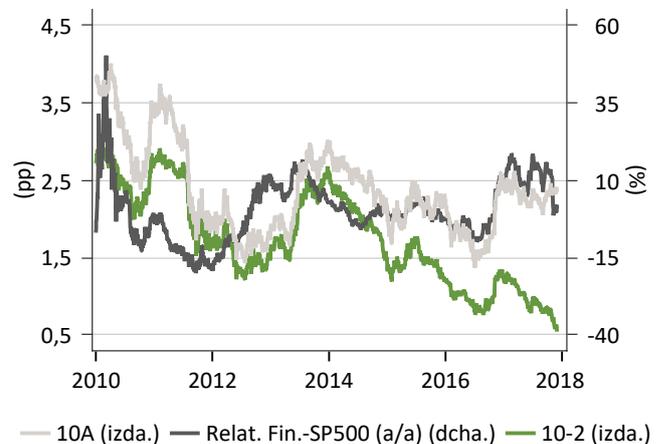
Fuente: Macrobond y MacroYield

La **correlación sectorial respecto a la pendiente 10-2** es algo menor que la direccional, pero también es relevante. Para algunos sectores, como Energía, Farmacia, Teleco y Tecnología, la correlación respecto a la pendiente es mayor que la correlación con la TIR a 2 años (gráf. izda.). De nuevo es el sector Financiero el más correlacionado. El gráfico de la derecha muestra el relativo Financiero/S&P500 y la pendiente 10-2 y la TIR 10 años. En los últimos años ha pesado más la TIR a 10 años.

Correlación con pendiente 10-2 últimos seis meses



A Financiero le importan las dos



Fuente: Macrobond y MacroYield

## Información de contacto:

### Antonio Zamora

 antoniozamora@macroyield.com

 +34 619 815 000

 Paseo de la Castellana 127

### Patricia García

 patriciagarcia@macroyield.com

 +34 670 780 099

## Información importante y de su interés

MacroYield, S.L. es una empresa de análisis de estrategia de mercados financieros independiente, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. Todas las recomendaciones de inversión siguen un proceso minucioso de análisis independiente, sin ningún tipo de motivación externa que pudiera influir en ellas, salvo, y exclusivamente, el interés de nuestros clientes.

Los análisis emitidos por MacroYield, S.L. están dirigidos exclusivamente a inversores institucionales que, tal como establece la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros, son aquellos que tienen la experiencia y los conocimientos necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar los riesgos que asumen. Se consideran profesionales las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva, fondos de pensiones e inversores institucionales en general), grandes empresas que cumplan determinados requisitos de fondos propios y volumen de negocio, gobiernos y organismos públicos. En principio, y salvo solicitud en contra, se presupone que un inversor profesional precisa un nivel de protección inferior al que la normativa establece para inversores particulares.

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de MacroYield, S.L. Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

### Sistema de recomendaciones:

Las opiniones y recomendaciones que podrá encontrar en este informe, reflejan la opinión personal, independiente y objetiva de cada uno de los analistas de MacroYield, S.L. en el momento de la emisión de este informe y están basadas en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y, en su caso, en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de MacroYield, S.L. La evolución posterior de alguna de las variables consideradas podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis, sin que exista un calendario de revisiones de dichas recomendaciones previsto en todos los casos. La remuneración de los analistas que han elaborado este informe no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.

El presente informe ha sido preparado por MacroYield, S.L., basado en información pública disponible y empleando información de fuentes consideradas fiables, pero MacroYield, S.L. no se hace responsable ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Este informe ha sido elaborado por MacroYield, S.L. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y no asume el compromiso de comunicar posibles cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso el presente informe contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso de inversión.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. MacroYield, S.L. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada o resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor, incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos. Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

**MacroYield, S.L. 2017.** Todos los derechos reservados.