

## COYUNTURA · Tormenta de otoño

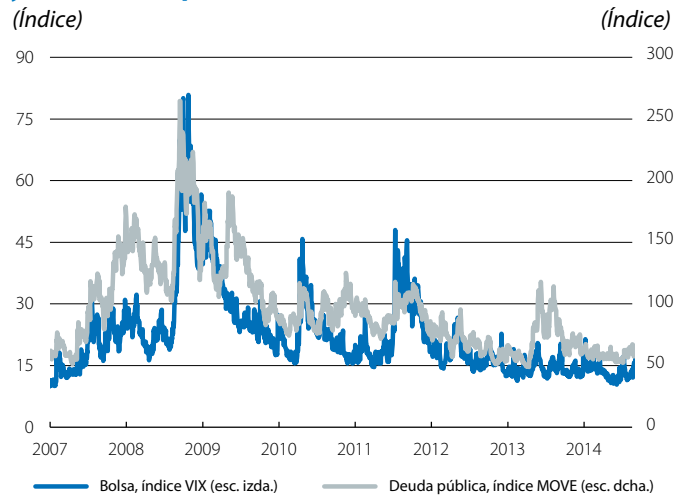
**Octubre ha sido testigo de un brusco aumento de la volatilidad.** El principal detonante fue el temor a una ralentización del crecimiento global y, en particular, la amenaza de una tercera recesión en la eurozona. Una racha de indicadores de coyuntura negativos durante la primera quincena del mes puso en guardia a los inversores. Las alertas lanzadas por el FMI sobre los riesgos económicos y los mensajes de los principales bancos centrales también contribuyeron en sentido desfavorable. Mientras la Reserva Federal (Fed) advertía del impacto del deterioro de la economía europea sobre el crecimiento de EE. UU., el BCE apenas aportaba detalles sobre el programa de compras de deuda privada. Ante este panorama, los inversores se refugiaron en activos seguros, en perjuicio de las bolsas y los bonos corporativos y emergentes. Afortunadamente, las turbulencias tendieron a remitir en el tramo final del mes. Es previsible que la volatilidad permanezca en niveles superiores a los observados durante la primavera y el verano, que sin duda resultaban anormalmente bajos. Los focos de tensión geopolítica latentes y la estrategia de comunicación de los bancos centrales son las principales fuentes potenciales de inestabilidad a corto plazo.

**Con todo, las tendencias a medio y largo plazo siguen apuntando en sentido moderadamente positivo para los activos de riesgo,** conforme se constata que la eurozona reanuda la senda de recuperación y el conjunto de la economía global avanza a ritmo satisfactorio. En este sentido, los elevados niveles de liquidez seguirán apoyando a esta dinámica favorable, aun teniendo en cuenta el fin de los estímulos monetarios en EE. UU. La intensificación de las compras de activos por parte del Banco de Japón hasta los 80 billones de yenes anuales (desde los 60-70 actuales) constituye un claro ejemplo de esta pauta.

**La Fed, prudente pero optimista.** Como se esperaba, el banco central norteamericano consumó el final del QE3. Esta decisión es coherente con su valoración favorable de las condiciones del mercado laboral (donde la infrautilización de los recursos laborales estaría «reduciéndose gradualmente») y con la perspectiva de expansión moderada pero sostenida de la actividad económica. Además, la Fed reconoce que la ausencia de presiones inflacionistas podría prolongarse unos meses. Basándose en esta apreciación y apelando al doble mandato de su política monetaria, el Comité Federal de Mercado Abierto comunicó su intención de mantener los tipos de interés oficiales en la franja actual durante un «periodo de tiempo considerable». No obstante, puntualizó que la evolución de los distintos indicadores de actividad y de inflación será lo que determine el ritmo de las futuras subidas de tipos. En este sentido, la institución también advirtió acerca de un posible ritmo de subidas más pronunciado de lo que ahora descuentan los agentes, en caso de que ambos tipos de variables se aproximen más rápido de lo esperado hacia los objetivos de la Fed.

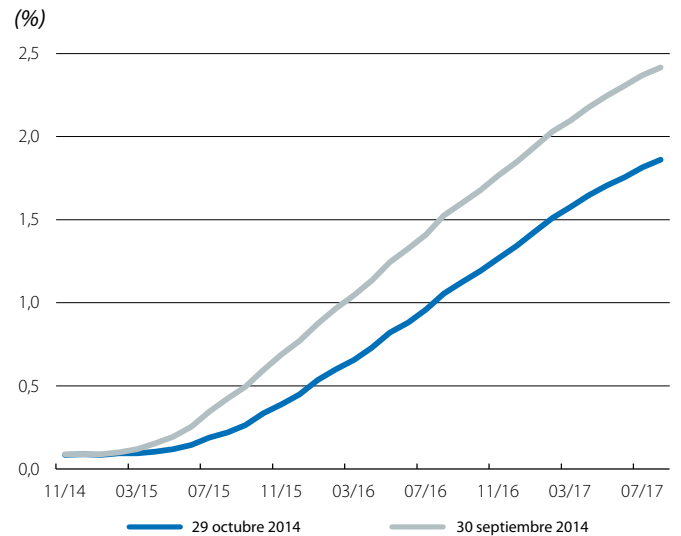
**La efectividad de las medidas del BCE en tela de juicio.** En la reunión de octubre, además de mantener los tipos de interés

### EE. UU.: volatilidad implícita de la bolsa y de la deuda pública



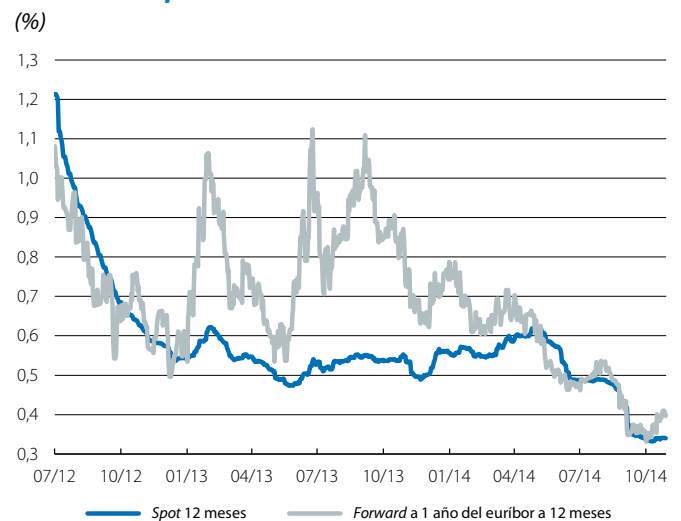
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

### EE. UU.: forwards del tipo oficial de la Fed



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Eurozona: tipos de interés euríbor



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

oficiales sin cambios, el Consejo de Gobierno del BCE comunicó los detalles operativos de los programas de compras de titulizaciones (ABSPP) y de cédulas hipotecarias (CBPP3). Asimismo, y en un intento de transmitir tranquilidad a los mercados financieros, Draghi insistió en que la suma de ambos programas, junto con los préstamos a los bancos a muy largo plazo (TLTRO), tendrán un «impacto significativo» sobre el balance de la entidad. Este proceso debería traducirse, en última instancia, en recuperación económica y aumento de la inflación. Si no se observaran mejoras al respecto, el BCE estudiaría el uso de medidas no convencionales adicionales. Cumpliendo con lo expuesto, la entidad ya ha iniciado la ronda de compras de *covered bonds* de varios países de la eurozona, y se espera que en noviembre haga lo mismo con los ABS. Sin embargo, numerosos inversores dudan de la efectividad de las medidas adoptadas hasta el momento y contemplan que el BCE se decante, finalmente, por ampliar la compra de activos financieros (incluyendo, por ejemplo, los bonos corporativos).

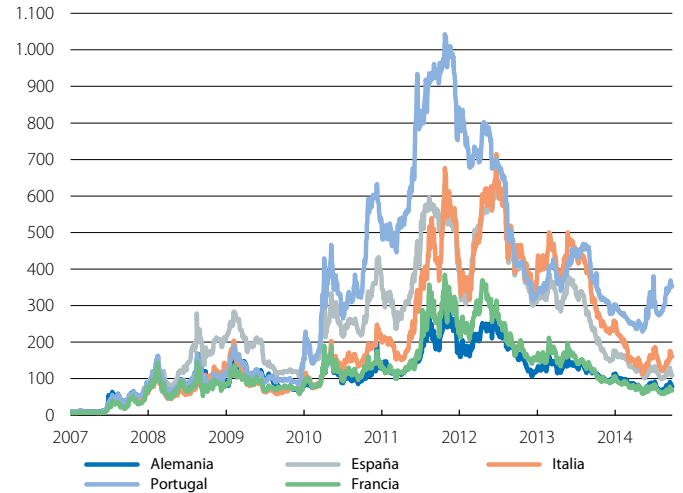
**Entre tanto, la banca europea supera las pruebas de resistencia del BCE.** De las 130 entidades analizadas, solo 25 no superarán el listón. Estas están concentradas principalmente en Italia, Grecia y Chipre, y presentan un déficit de capital conjunto de casi 25.000 millones de euros, una cifra que se reduce hasta los 9.500 millones de euros si consideramos las medidas de capitalización ya llevadas a cabo en 2014. Aunque, en algunos casos, el castigo en los mercados bursátiles ha sido significativo, el tenue impacto observado en el conjunto de las primas de riesgo bancarias señalaría que este test ha contribuido, como cabía esperar, a despejar la incertidumbre sobre el sistema bancario europeo. Todo ello debe permitir al BCE iniciar con buen pie su nueva función como supervisor bancario único a partir del 4 de noviembre.

**Los treasuries encogen (aún más) sus rentabilidades.** En las primeras semanas de octubre, el aumento de la aversión al riesgo y la volatilidad financiera derivaron en una reorientación de los inversores hacia activos de máxima calidad. Este es el caso de la deuda soberana estadounidense, cuya rentabilidad flexionó abruptamente a la baja para volver a cotas próximas a los mínimos históricos a lo largo de todos los tramos de la curva. No obstante, la suave tendencia alcista en las *yields* ya empezó a restablecerse a finales de mes, favorecida por los últimos anuncios de la Fed al calor del dinamismo del crecimiento económico en EE. UU.

**La rentabilidad del bund, en mínimos históricos.** Como en el caso de EE. UU., el episodio de *risk-off* también afectó a la deuda pública germana. El aumento de flujos de capitales en busca de refugio ha seguido presionando a la baja las tasas de rentabilidad, que se encuentran en terreno negativo en las referencias hasta tres años y claramente por debajo del 1% en el *bund* a 10 años. A este proceso también han contribuido las dudas en torno a la efectividad de las compras de activos financieros del BCE para evitar la amenaza deflacionista. También es revelador el dato, publicado por la autoridad monetaria, de que en septiembre los bancos europeos alcanzaron un nuevo máximo de

**Eurozona: primas CDS del sector bancario**

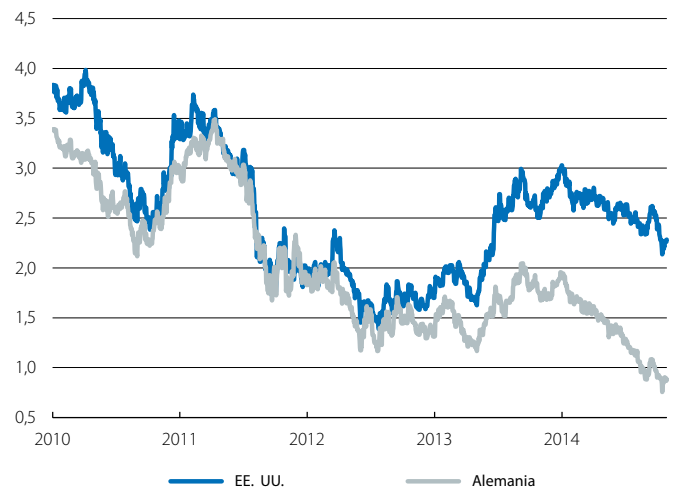
(p. b.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

**Rentabilidades de la deuda pública a 10 años**

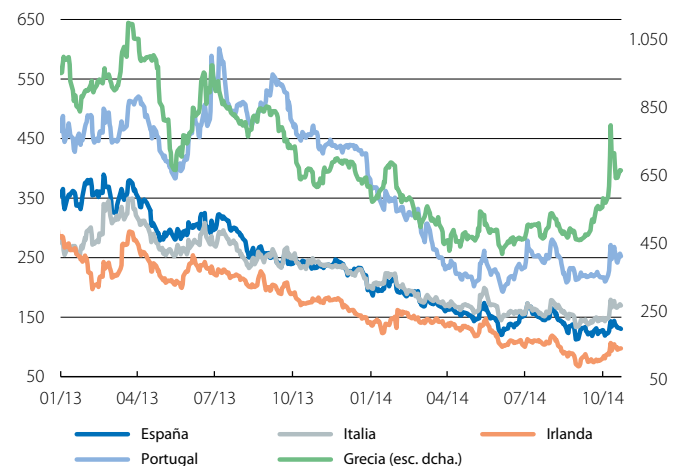
(%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurozona: spreads de la deuda pública a 10 años \***

(p. b.)



Nota: \* Diferencia respecto al bund alemán.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

tenencias de deuda soberana de la región (un total de 1,84 billones de euros).

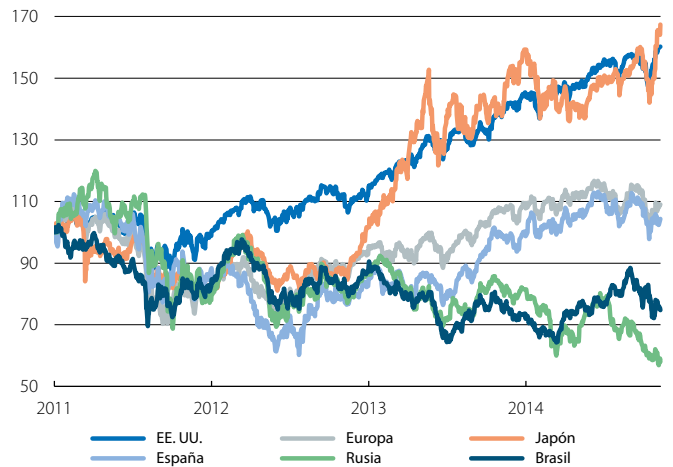
**España, a la cabeza de la periferia.** En el contexto de turbulencias de octubre, las *yields* soberanas de la periferia experimentaron una subida muy contenida en conjunto. Además, ha sido una fase en la que las diferencias entre países se han acentuado. Por un lado, la satisfactoria revisión del *rating* de España, el aprobado de la banca española en las pruebas de estrés del BCE y la mejora de la economía han favorecido a la deuda española. Por otro, las desviaciones presupuestarias en Italia y la delicada situación de algunos de sus bancos, junto con la amenaza de Grecia de abandonar el plan de rescate, han provocado el aumento de las primas de riesgo de ambos países.

**Repliegue intenso en las bolsas internacionales.** El retorno de la volatilidad ha materializado el riesgo de correcciones en los mercados bursátiles que planeaba desde hacía meses. El detonante del ajuste fue el deterioro de las expectativas de crecimiento económico globales, argumento suficiente para acabar con la elevada complacencia de los inversores. En un breve espacio de tiempo, los signos de sobrecompra se han desvanecido e incluso aparecen indicadores de sobreventa en algunos mercados, como por ejemplo en los europeos. Otro de los aspectos que ha centrado la atención de los inversores ha sido el comienzo de la publicación de los resultados empresariales del 3T. Hasta el momento, las noticias son esperanzadoras. En EE. UU., los beneficios de las compañías del S&P 500 están superando ampliamente las estimaciones de los analistas, lo que ha apoyado a la bolsa norteamericana, que a finales de mes ya consiguió recuperar buena parte de las pérdidas. En la eurozona, las empresas están anunciando unos beneficios más ajustados como consecuencia de un entorno económico más débil y de aspectos puntuales como el veto de las exportaciones a Rusia. Por lo que respecta a los emergentes, y a diferencia de lo ocurrido en otras ocasiones, el repunte de la inestabilidad en octubre no se ha traducido en un deterioro extra del entorno financiero. Mención aparte merece el caso de Brasil, donde el proceso que ha llevado a la reelección de Dilma Rousseff como presidenta del país ha sido fuente específica de volatilidad.

**El dólar mantiene el pulso frente a la caída del precio del crudo.** La volatilidad de los mercados de divisas también se ha incrementado como reflejo de las divergencias existentes en las estrategias monetarias de las principales economías. Aunque el dólar es la moneda que más se ha apreciado desde el verano, las dudas sobre el ritmo de la normalización de la política monetaria en EE. UU. han supuesto un ligero freno a su escalada frente al euro y el yen. Entre tanto, el precio del barril de petróleo ha perdido la referencia de los 90 dólares, por la intensificación del exceso de oferta.

**Evolución de las principales bolsas internacionales**

(Enero 2011 = 100)

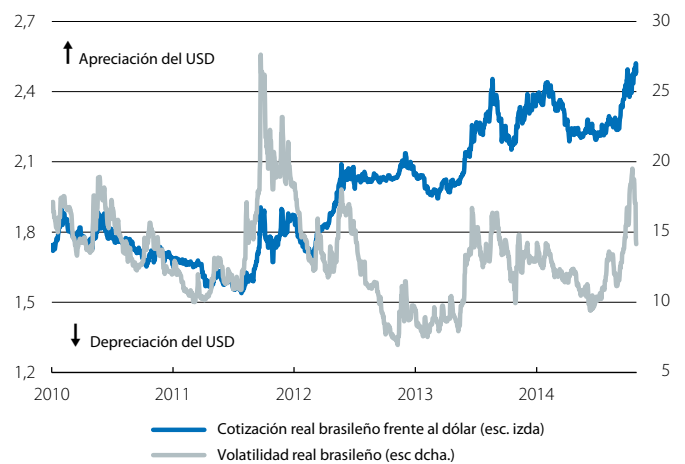


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Brasil: cotización y volatilidad del real brasileño**

(Reales por dólar)

(Valor)

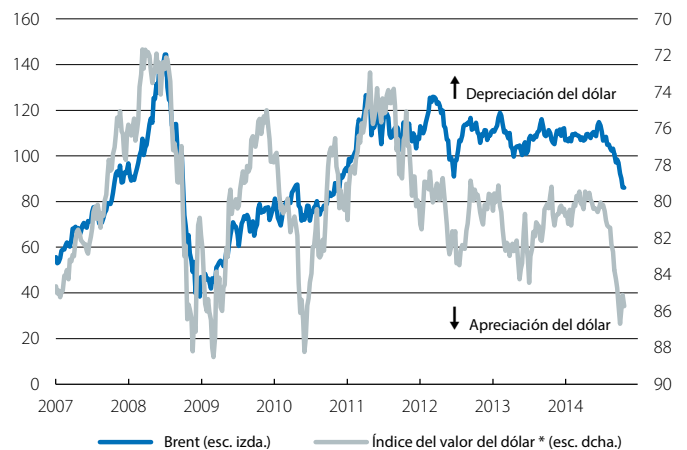


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precio del petróleo Brent e índice de valor del dólar**

(Dólares por barril)

(Índice, valores invertidos)



Nota: \* Frente a una cesta amplia de divisas.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.