

MERCADOS FINANCIEROS

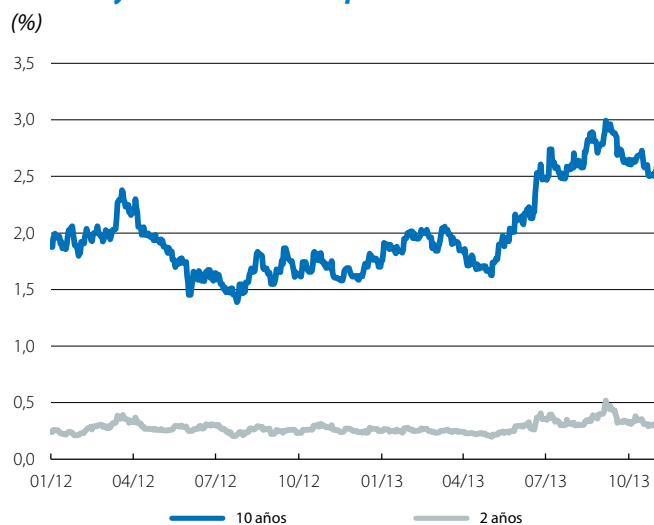
Los mercados muestran un comportamiento favorable en octubre, afianzando la tendencia positiva de medio plazo. La superación del episodio de incertidumbre fiscal en EE. UU., la decisión de la Reserva Federal (Fed) de posponer el inicio de la retirada de estímulos, así como unos datos de actividad esperanzadores llegados desde China y la eurozona, han sido los principales motivos que explican el buen clima de los mercados. Cabe remarcar el vigor de las bolsas, entre las que ha vuelto a destacar la española, así como la mejora en las condiciones financieras del bloque emergente.

Una excesiva complacencia se erige, paradójicamente, como el principal factor de riesgo a corto plazo. Si bien la pauta de bonanza en los mercados financieros durante las últimas semanas cuenta con el respaldo de factores fundamentales sólidos, conviene no abandonar la cautela ante los contratiempos o sacudidas que puedan surgir (véase Focus «Estabilidad financiera global: progreso adecuadamente»). En este sentido, el buen comportamiento del grueso de los activos financieros desde finales de verano está derivando en signos de exuberancia en algunas parcelas, particularmente en los mercados de crédito de EE. UU. No sería extraño que esto empujara a la Fed a lanzar mensajes de advertencia, con el propósito de atajar posibles excesos que amenacen la estabilidad financiera futura. En otras ocasiones, este tipo de intervenciones (aunque solo sean verbales) provocaron correcciones en los precios de los activos con riesgo.

Las tensiones políticas en torno a la cuestión fiscal en EE. UU. tuvieron un impacto limitado en los mercados. El cierre parcial de la administración federal (*shutdown*) y las tortuosas negociaciones entre republicanos y demócratas para elevar el techo de deuda no generaron un nerviosismo excesivo entre los inversores. Prueba de ello es que la prima CDS (o seguro contra el riesgo de impago) de la deuda estadounidense registró un repunte de escasa magnitud que además se corrigió con rapidez. Lo mismo ocurrió con el índice de volatilidad implícita de la deuda pública (que mide el coste de realizar coberturas y refleja el miedo de los inversores) cuyo repunte fue de corto alcance en tiempo y cuantía. A lo largo del mes, la *yield* del bono a 10 años ha oscilado alrededor del 2,60%, al compás de las noticias sobre la disputa fiscal y las pistas sobre la posible actuación de la Fed.

Se mantienen las dudas sobre el calendario de inicio del *tapering* de la Fed. La reunión del Comité de Política Monetaria celebrada en octubre no despejó dudas ni aportó pistas. Como estaba previsto, se acordó mantener el ritmo mensual de las compras de deuda, aparentemente a la espera de nuevas evidencias que confirmen una mejora sostenida en los datos de actividad y empleo, así como la superación de ciertas incógnitas o riesgos. A ese respecto, diversas razones apuntan al primer trimestre del próximo año como el horizonte temporal más probable para que dé comienzo la estrategia de normalización

EE. UU.: yields de la deuda pública



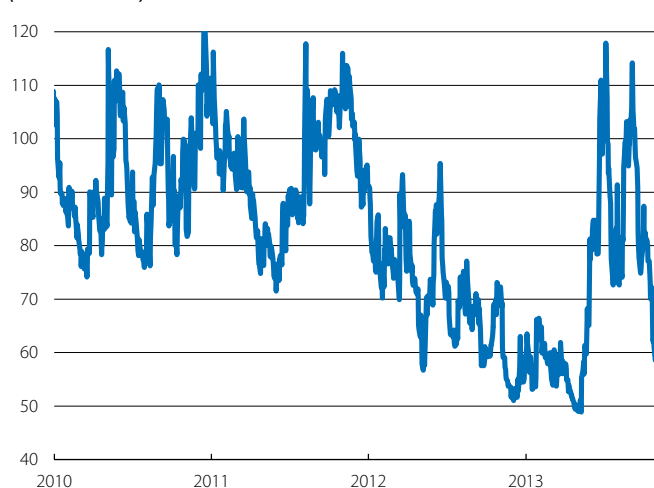
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberano de EE. UU. y Alemania CDS a 5 años (en puntos básicos)



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

Volatilidad en el mercado de deuda pública (Índice MOVE)



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

monetaria. En primer lugar, el *momentum* económico viene marcado por unos datos de actividad y empleo que han perdido dinamismo respecto al segundo trimestre, así como por los efectos, difíciles de valorar, del *shutdown* fiscal. Es necesario comprobar que la economía norteamericana no ha perdido su capacidad de resistencia y que recupera tracción. En segundo lugar, el contexto financiero, marcado por la contraposición entre la evolución de los tipos hipotecarios y los riesgos de sobrecalentamiento en algunos mercados de deuda corporativa, debe estabilizarse. Por último, cabe tener en cuenta el contexto institucional, con el relevo de Bernanke al frente de la Fed por parte de Janet Yellen a partir de febrero. Todo parece indicar, pues, que la Fed no abandonará la orientación conservadora que viene adoptando y aplazará el inicio del *tapering* respecto a los planes inicialmente trazados el pasado junio.

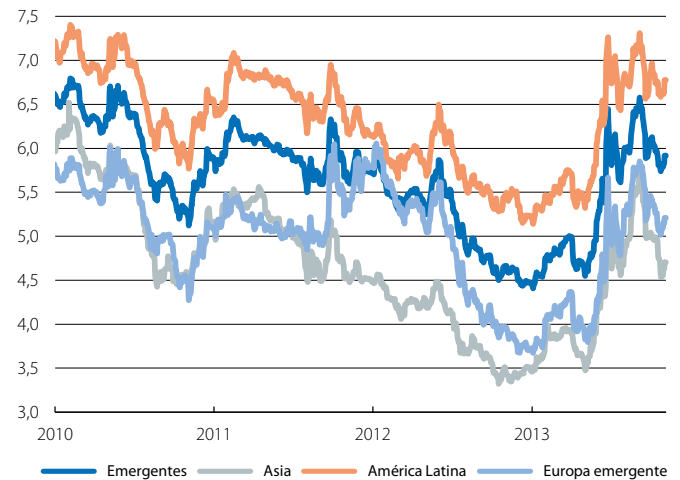
La mejora del entorno financiero en el bloque emergente tiene continuidad en octubre. Las condiciones financieras en gran parte de los países emergentes, especialmente los denominados «BIITS» (Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica), continúan recobrando salud gracias a la paulatina normalización en los flujos de capitales. La decisión de la Fed de posponer la retirada de estímulos y un mejor tono de la actividad económica en los propios emergentes (gracias tanto a la demanda interna como externa) que explican lo anterior. China e India han sido claros exponentes de esta dinámica más constructiva. También ha ayudado el sesgo ligeramente restrictivo de la política monetaria adoptado por países como Brasil e India, interpretado como una apuesta por la ortodoxia. Con todo, avanzar en la senda reformista es clave para mejorar los fundamentos económicos de largo plazo en las regiones emergentes, y favorecer con ello la estabilidad financiera, máxime cuando el inicio hacia la normalización monetaria en EE. UU., aunque pospuesto, no está muy lejano.

China permanece atenta a los riesgos latentes en diversos frentes. El banco central del gigante asiático ha inducido cierto tensionamiento de los tipos de interés del mercado interbancario al restringir la magnitud de sus inyecciones de liquidez. Parece ser una respuesta a la mejora observada en los indicadores económicos y, sobre todo, al rápido crecimiento del crédito y los precios inmobiliarios. Estos últimos han registrado el mayor ritmo de avance en tres años en las grandes urbes chinas. Si bien los riesgos asociados a un rápido crecimiento del crédito y a la formación de burbujas inmobiliarias merecen ser tenidos muy en cuenta, resulta tranquilizador constatar que las autoridades chinas permanecen vigilantes y dispuestas a actuar ante los mismos.

La política monetaria en la zona euro seguirá siendo altamente acomodaticia. Tal y como ha reiterado el BCE en diversas ocasiones, el hecho de que la recuperación económica en la eurozona esté siendo muy tenue justifica plenamente la estrategia de laxitud monetaria de la institución. Además, la tasa de inflación mantiene su deriva a la baja, mientras que la cotización del euro lo hace al alza. Por otra parte, el «exceso de liquidez» de los bancos en el BCE se ha situado en octubre por deba-

Yields de bonos soberanos de países emergentes

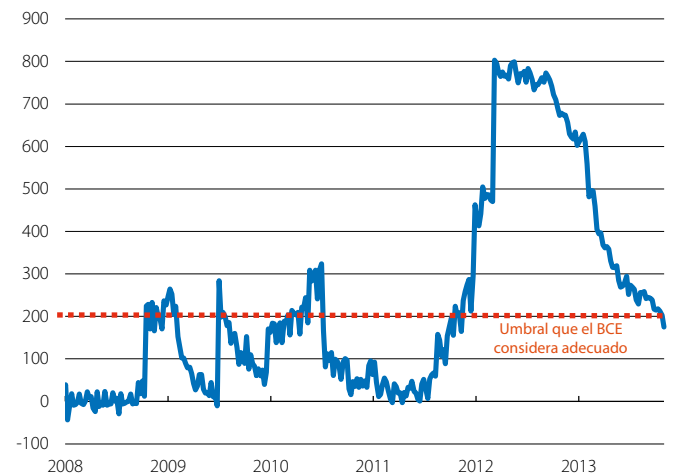
Bonos en dólares (%)



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

BCE: exceso de reservas bancarias

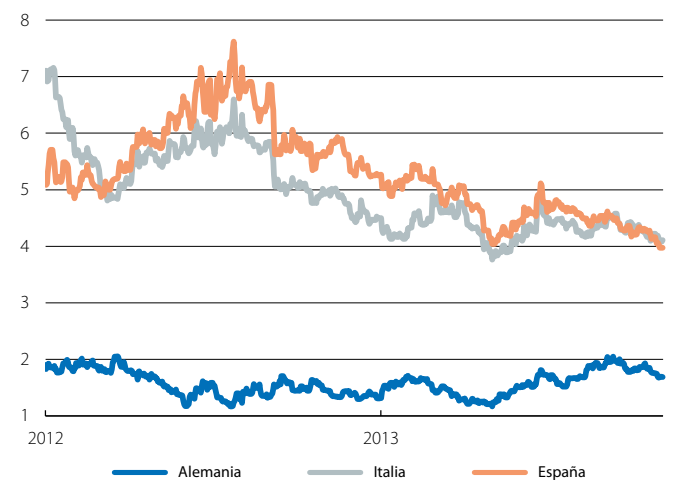
(En miles de millones de euros)



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

Eurozona: yields de la deuda pública a 10 años

(%)



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

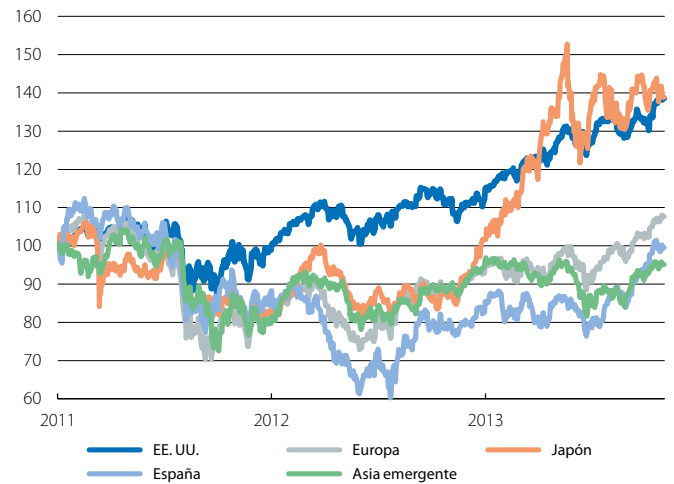
jo del umbral de 200.000 millones de euros que la autoridad monetaria considera como adecuado, lo que podría generar tensiones al alza en los tipos monetarios. En este sentido, si los eventuales repuntes de los tipos de corto plazo pudieran comprometer la estabilidad de los mercados, el BCE no dudaría en intervenir mediante la adopción de nuevas inyecciones de liquidez a muy largo plazo (LTRO); aunque tampoco se puede descartar una nueva rebaja del tipo de interés oficial.

De nuevo, balance mensual positivo para la deuda pública y la renta variable españolas. Se repite la dinámica favorable observada en los últimos tiempos, al calor de la sólida mejoría de la percepción del riesgo de la deuda soberana periférica, y auspiciada por el lento pero gradual proceso de desplazamiento de los inversores desde los activos refugio hacia la deuda de Italia o España. Destacan especialmente los progresos de España: el *spread* respecto al *bund* alemán a 10 años se sitúa en niveles cercanos a los 230 p. b., mientras que la rentabilidad del bono a diez años llegó a cotizar por debajo del 4% en algunas sesiones. En esta línea, el Tesoro llevó a cabo con éxito, en términos de demanda y rentabilidad, una emisión de deuda sindicada a 30 años. En el plano bursátil, el Ibex 35 ha capitalizado el clima de bonanza generalizada y ya registra ganancias muy notables en el acumulado desde enero (del orden del 20%), situándose en máximos de dos años. El papel protagonista ha correspondido a los sectores de bienes de consumo y bancario. En la parte final del mes se percibió una leve corrección que posiblemente no esté finalizada. Alzas adicionales en la bolsa española deberán venir acompañadas de beneficios empresariales sólidos, circunstancia que es razonable esperar para 2014.

Comportamiento al unísono de los mercados de renta variable internacionales. Tanto la bolsa estadounidense –los índices S&P 500 y Dow Jones vuelven a cosechar máximos históricos– como la europea y la nipona han mostrado fuertes alzas en el cómputo mensual, gracias al clima constructivo de las condiciones financieras globales y a la evolución relativamente positiva de los beneficios corporativos. De igual manera, las bolsas emergentes han mostrado una evolución satisfactoria que obedece en parte a una gestión prudente de las políticas fiscal y monetaria, impulsando los factores de «atracción» de flujos de capital internacionales. Si bien la volatilidad permanece en niveles reducidos, posibles anuncios o mensajes en clave restrictiva por parte de la Fed y/o las autoridades chinas podrían desencadenar correcciones desde los niveles actuales.

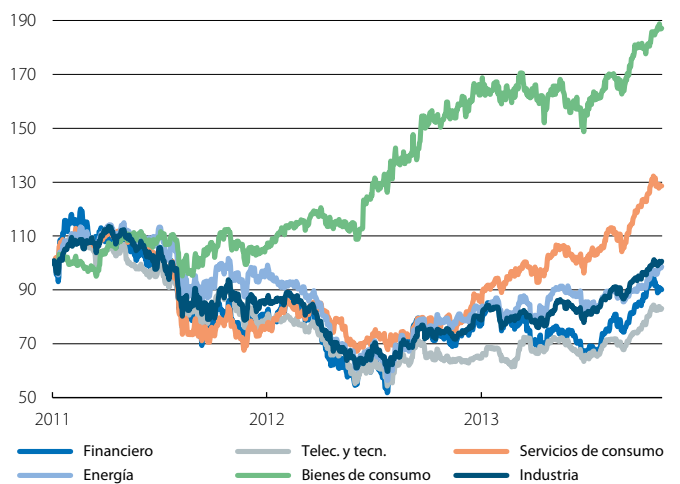
Gran actividad en los mercados de crédito corporativo. Las emisiones de deuda privada han alcanzado niveles récord en EE. UU., en concreto en los segmentos *high yield* y *syndicated loans*, denotando cierto sobrecalentamiento en el sector. En Europa, las cifras permanecen por debajo de los niveles de 2012, aunque la evolución en el año es positiva. Destaca el buen tono de las emisiones de renta fija privada no financiera en España, que alcanzan el volumen más elevado de los últimos 5 años. El favorable comportamiento del riesgo país y las perceptibles mejoras en los datos de actividad sostienen esta dinámica.

Evolución de las principales bolsas internacionales
(Enero 2011 = 100)



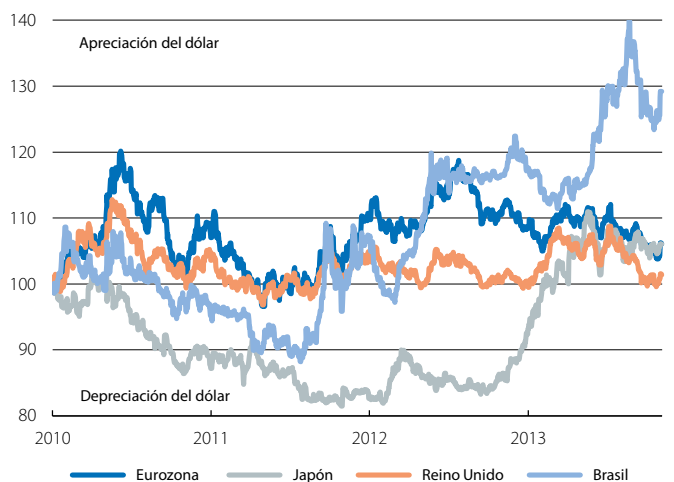
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsa española: evolución por sectores
(Enero 2011 = 100)



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

Cotización del dólar frente a diferentes divisas
(Enero 2010 = 100)



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