

COYUNTURA · Tono positivo de los mercados en noviembre

La estabilidad es la tónica dominante de unos mercados atentos a los bancos centrales. Tras las notables ganancias de meses anteriores, los activos de riesgo atraviesan una fase de consolidación o pausa generalizada, de variado perfil atendiendo al país y la tipología de activo. El tono continuista de las autoridades monetarias de los países desarrollados, partidarias de mantener las políticas ultralaxas, junto con el pulso moderado pero resistente de la economía estadounidense y la evolución favorable de la actividad en la eurozona, son los elementos que sostienen este clima constructivo.

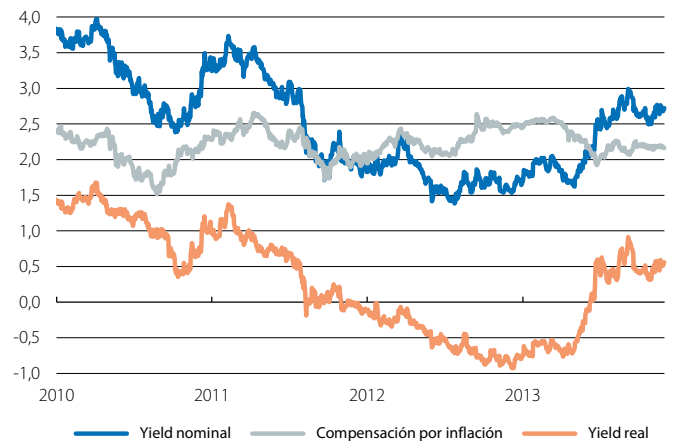
Las actuaciones de la Reserva Federal (Fed) seguirán ejerciendo gran influencia sobre el comportamiento de los mercados. Se mantiene la dinámica de los últimos tiempos: elevada sensibilidad a la estrategia y tempos que anuncia la Fed. Concretamente, las declaraciones de Janet Yellen, próxima presidenta de la institución a partir de febrero, en las que manifestó su intención de continuar con las políticas expansivas a fin de sostener la recuperación y reducir el desempleo, tuvieron una acogida satisfactoria entre los inversores. Si bien el consenso de analistas prevé que el inicio del *tapering* se produzca a principios del próximo año, no puede descartarse que tenga lugar ya en diciembre si los registros de actividad y empleo de noviembre muestran avances sólidos. Sin embargo, conviene tener presente, tal y como han manifestado diversos dirigentes de la Fed, que la estrategia de normalización monetaria será muy gradual y conservadora, y que los tipos de interés oficiales permanecerán en niveles próximos a cero durante un largo periodo. En este contexto, las *yields* de la deuda pública a 10 años registraron movimientos contenidos.

Por su parte, y contra pronóstico, el BCE recortó tipos. Redujo el tipo refi y la facilidad marginal de crédito en 25 p. b. hasta un mínimo histórico del 0,25% y 0,75%, respectivamente. Mantuvo sin cambios la remuneración de la facilidad de depósito en el 0%. La decisión del BCE, que se aborda con más detenimiento en el Focus «El BCE recorta tipos: ¿acierto o precipitación?», responde a las presiones bajistas sobre la inflación de la eurozona (más acentuadas en países en procesos de ajuste y devaluación interna, como es el caso de España). La institución extendió un año más, hasta mediados de 2015, las subastas ilimitadas de liquidez a los plazos habituales, por lo que los riesgos de liquidez y repunte de los tipos monetarios están razonablemente controlados.

El refuerzo institucional de la eurozona cobra, aun si cabe, mayor trascendencia, dado el escaso margen de actuación disponible y los problemas de efectividad de la política monetaria convencional. El diseño e implementación del Mecanismo Único de Resolución, en el marco de la futura unión bancaria, es el principal frente por el que debe avanzarse: una demora excesiva puede tener un elevado coste en términos de credibilidad de las instituciones comunitarias europeas y entorpecería el cami-

EE. UU.: yield nominal, real y compensación por inflación

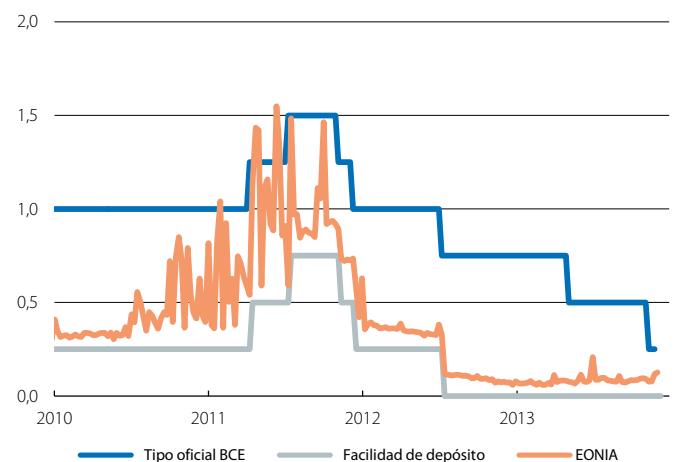
Bonos a 10 años (%)



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

Eurozona: tipo oficial BCE, facilidad de depósito y EONIA

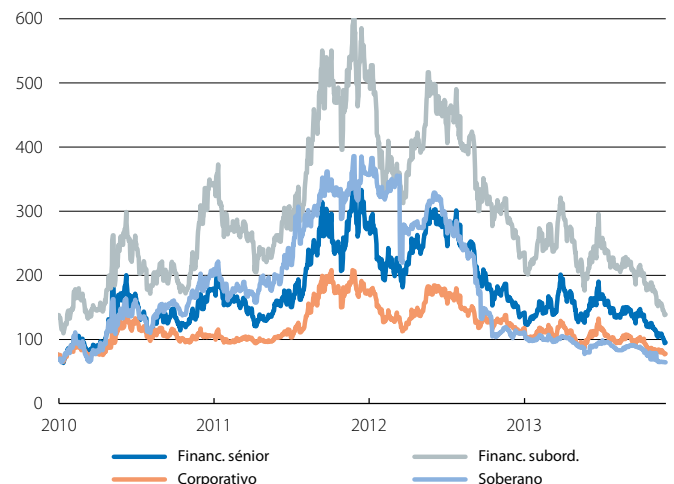
(%)



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

Primas CDS en Europa por tipo de emisor

(En puntos básicos)



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

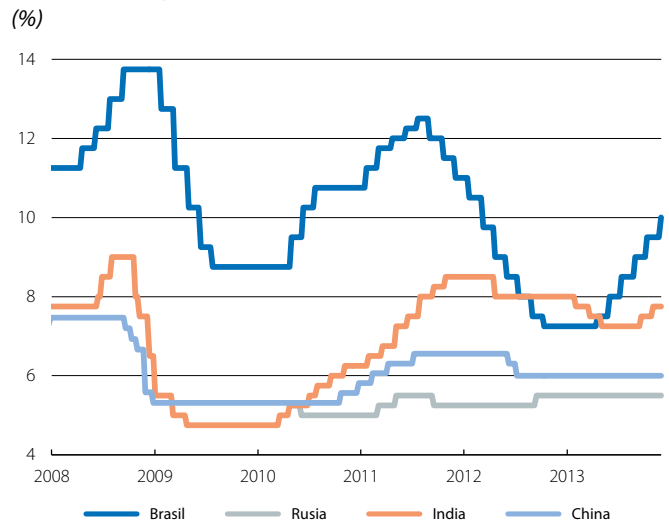
no que queda por recorrer para seguir reduciendo la fragmentación del mercado de capitales de la zona del euro. El pacto alcanzado en Alemania entre democristianos, liderados por la canciller Angela Merkel, y socialdemócratas para gobernar en coalición es susceptible de suavizar la postura germana sobre el alcance de la unión bancaria. Paralelamente, el ejercicio de evaluación de solidez al que serán sometidas en los próximos meses las entidades financieras de la eurozona por parte del BCE puede constituir un foco de inestabilidad alrededor del sistema bancario. Pese a todo, creemos que las dificultades que puedan surgir se superarán.

Mientras, la volatilidad en los mercados emergentes se mantiene en niveles moderados, a la espera de la Fed. Las perspectivas de un inicio anticipado del *tapering*, al calor de los datos de empleo de octubre en EE. UU., volvieron a reavivar las salidas de capitales en el bloque emergente, si bien de forma contenida y lejos de los niveles registrados durante el *sell off* veraniego. Episodios de inestabilidad como el actual se irán sucediendo, aunque las mejores perspectivas de crecimiento en los grandes emergentes contribuirán a estabilizar el entorno financiero. Asimismo, la persistencia del sesgo moderadamente restrictivo de la política monetaria de algunos países como Brasil, India e Indonesia, orientado a controlar las tensiones inflacionistas y a ganar credibilidad en los mercados internacionales, será otro factor que favorecerá una mayor estabilidad ante el escenario futuro de tipos de interés globales al alza.

Las autoridades chinas trazan un ambicioso plan de reformas estructurales. En el ámbito financiero, las principales líneas de actuación se centrarán en facilitar una mayor apertura a la inversión extranjera, avanzar en la liberalización de los tipos de interés, el tipo de cambio y la convertibilidad de la cuenta de capitales, así como en promover la regulación prudencial del sistema financiero en su conjunto. Si bien la valoración de las reformas es positiva dado que van en la dirección correcta, la corrección de los desequilibrios internos de los que adolece el gigante asiático (exceso de crédito y precios inmobiliarios) será lenta, por lo que seguirán constituyendo un factor de riesgo.

Lejos de detenerse, la exuberancia en los mercados de crédito se intensifica. El entorno de liquidez abundante y tipos en niveles excepcionalmente reducidos ha motivado que buena parte de las posiciones que los inversores deshicieron en activos emergentes hayan ido a parar a instrumentos de deuda corporativa de elevada rentabilidad y reducida calidad crediticia, particularmente de compañías estadounidenses (véase Focus «Sobrecalentamiento en los mercados de crédito de EE. UU.»). Tanto los volúmenes de emisión como los *spreads* crediticios se sitúan, en muchos casos, en niveles previos a la crisis financiera, lo cual pone de manifiesto los potenciales riesgos que entraña la presente dinámica. La Fed permanece vigilante al respecto, por lo que meras intervenciones verbales pueden bastar para desencadenar correcciones en estos mercados.

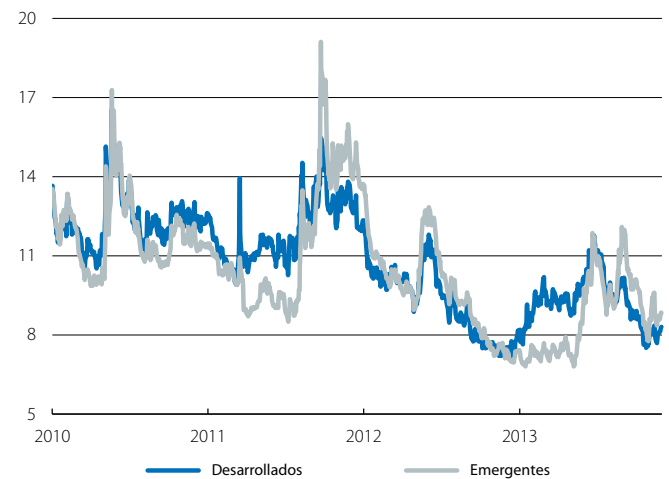
Países emergentes: tipos de interés oficiales



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

Volatilidad en los mercados de divisas

(Índices JP Morgan)

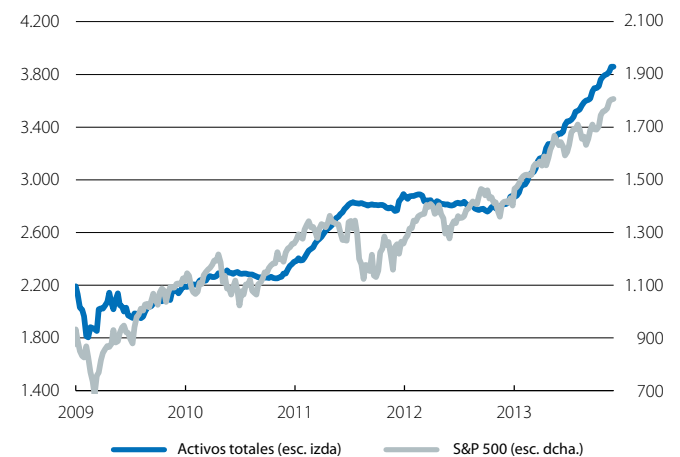


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: activos en el balance de la Fed y S&P 500

(Miles de millones de dólares)

(Índice)



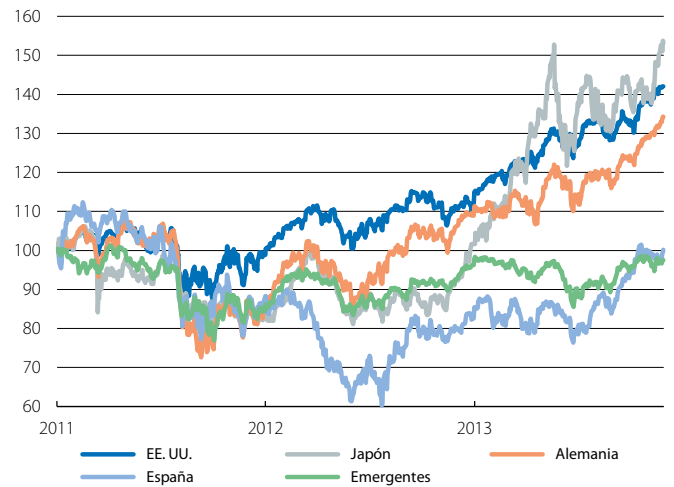
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tono mixto de los mercados bursátiles en noviembre: avances en EE. UU., eurozona y Japón; pausa en España y emergentes. Una vez más, los índices estadounidenses S&P 500 y Dow Jones y el Dax germano alcanzan nuevos máximos históricos. El mantenimiento de las políticas monetarias de gran laxitud por parte del bloque desarrollado, junto con la favorable evolución del cuadro macroeconómico mundial, están detrás de lo anterior. La publicación de los resultados corporativos de 3T en EE. UU. y Europa ha reforzado la dinámica alcista de las bolsas, pese a que el balance en el Viejo Continente ha sido discreto: el 46% de las compañías del índice Eurostoxx 600 baten previsiones mientras que en EE. UU. la proporción alcanza el 67% entre las empresas del S&P 500. Si bien las perspectivas de medio y largo plazo para la renta variable global son positivas, a corto plazo el ímpetu alcista puede dar paso a una corrección de alcance y duración moderadas, especialmente en el caso estadounidense. Esto ya se está observando en la bolsa española, que experimenta de forma ordenada una corrección que aliviará las condiciones de elevada sobrecompra que se venían observando. Por su parte, las bolsas emergentes pierden dinamismo y consolidan las tímidas ganancias de semanas previas.

Compás de espera para la deuda pública española e italiana. Los tipos de interés de largo plazo de la deuda pública de ambas economías encuentran dificultades para materializar descensos adicionales, lo que obedece más a factores de carácter exógeno (ruido alrededor de la cuestión del *tapering*) que internos: la rentabilidad del bono español a 10 años repunta 20 p. b. en el mes hasta el 4,15%. Sin embargo, los esfuerzos de consolidación fiscal no deben relajarse ante un calendario que el próximo año promete ser exigente para los Tesoros de ambos países: España afronta unos vencimientos de deuda cercanos a los 173.000 millones de euros, mientras que la cifra para el país transalpino asciende a cerca de 330.000 millones. Pese a ello, esperamos una evolución positiva para la deuda pública periférica en 2014, salpicada de episodios de volatilidad contenida.

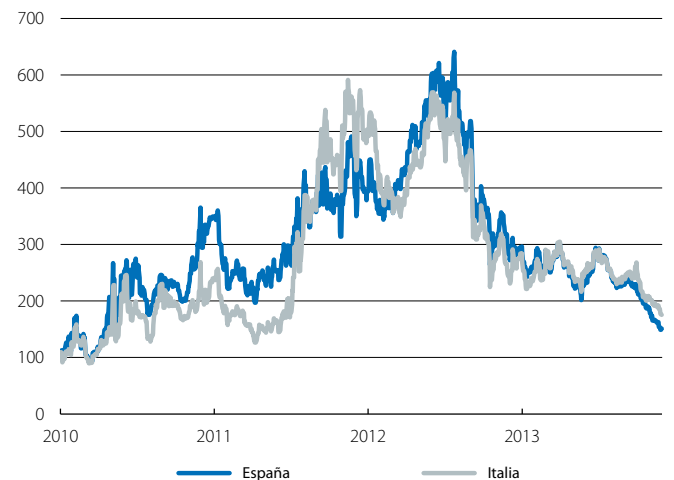
Las expectativas de *tapering* inciden en el alza del petróleo y en el cruce euro-dólar. Los datos de actividad norteamericanos y la rebaja de tipos en la eurozona están detrás de la cesión del euro frente al dólar hasta la zona de los 1,34 dólares. La previsible evolución de la política monetaria en EE. UU. seguirá dominando la evolución entre ambas divisas en el rango de fluctuación 1,30-1,35. Por su parte, el yen se ha depreciado frente al dólar, al hilo de las especulaciones sobre un mayor ritmo en las compras de deuda efectuadas por el Banco de Japón en el marco del *Abenomics*. En el apartado de materias primas, el petróleo Brent se ha visto afectado también por la reducción en la oferta de crudo de Arabia Saudí, situándose en el tramo final de mes en el rango superior del intervalo 100-110 dólares/barril. Los metales básicos y el oro han retrocedido significativamente, debido a la moderada incidencia que las decisiones de la Fed tienen sobre la cotización de los mismos.

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



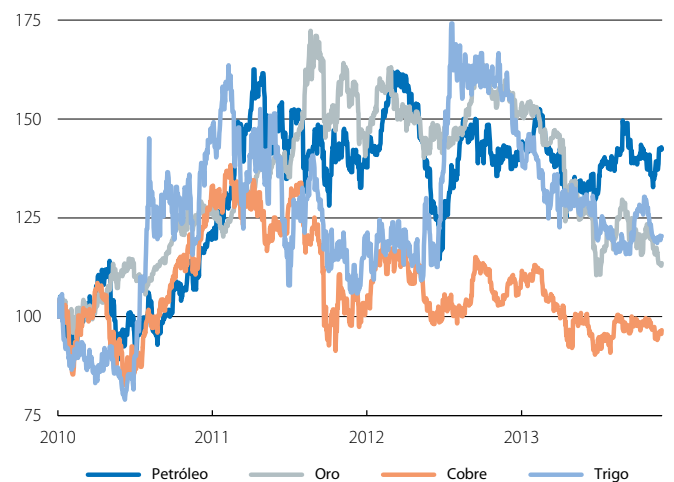
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo de deuda soberana
(CDS en puntos básicos)



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

Evolución de las materias primas
(Enero 2010 = 100)



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