

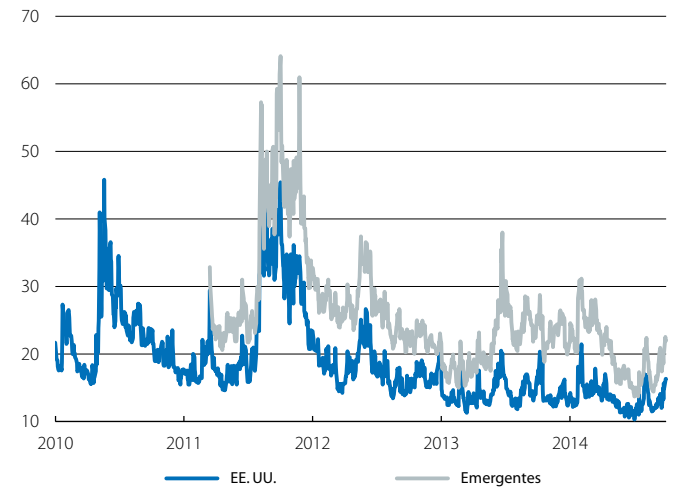
COYUNTURA · Caminos divergentes para EE. UU. y la eurozona

Los bancos centrales de nuevo salen al rescate. Los episodios de inestabilidad que salpicaron el escenario económico-financiero mundial entre julio y agosto (conflictos geopolíticos en Rusia y Oriente Próximo, bache de actividad en la eurozona y China) fueron cómodamente sofocados mediante la aparición en escena de los bancos centrales. El protagonismo recayó en esta ocasión en el Banco Central Europeo (BCE), aunque también contibuyeron a la labor los bancos centrales de Japón y China. Mediante el anuncio de varias medidas monetarias y el uso de la retórica, consiguieron aplacar los rebotes de volatilidad en los distintos mercados de activos financieros. En contraposición, la Reserva Federal (Fed) se ha mantenido en un discreto segundo plano. No obstante, el tono dispar entre países de los indicadores de coyuntura de las últimas semanas hace prever un otoño repleto de noticias en el ámbito monetario. En EE. UU., los inversores esperan que la Fed cumpla con su hoja de ruta, culminando el *tapering* en octubre y planteando la primera subida de tipos a mediados de 2015. A corto y medio plazo, la evolución de los mercados estará caracterizada por mayores niveles de volatilidad, fruto en buena parte de esta creciente divergencia en el sesgo de la política monetaria entre EE. UU. y la eurozona.

La Fed ratifica el tono *dovish* en vísperas de la finalización del *tapering*. En la primera reunión del FOMC (el comité encargado de las decisiones de política monetaria) tras el parón veraniego, se reiteraron los dos mensajes básicos ya conocidos que delimitan su estrategia. Primero, el plan es que los tipos de interés permanezcan en niveles reducidos «durante un tiempo considerable» tras el fin del *tapering* en octubre. Y segundo, la razón es que la infrautilización de recursos en el mercado laboral es todavía significativa. Sin embargo, los miembros del FOMC anticiparon un ritmo de subidas del tipo oficial ligeramente más acelerado que en reuniones anteriores. Un adelanto en el endurecimiento de las condiciones monetarias respondería, en primer lugar, a un escenario en el que la disminución de los recursos laborales ociosos fuese más rápida de lo previsto. Pero también a una eventual intensificación de los riesgos que amenacen el control de la inflación o la estabilidad financiera (formación de burbujas). En este sentido, es previsible que la institución señale de forma más clara su estrategia en torno a la evolución del tipo rector en la reunión del próximo 29 de octubre.

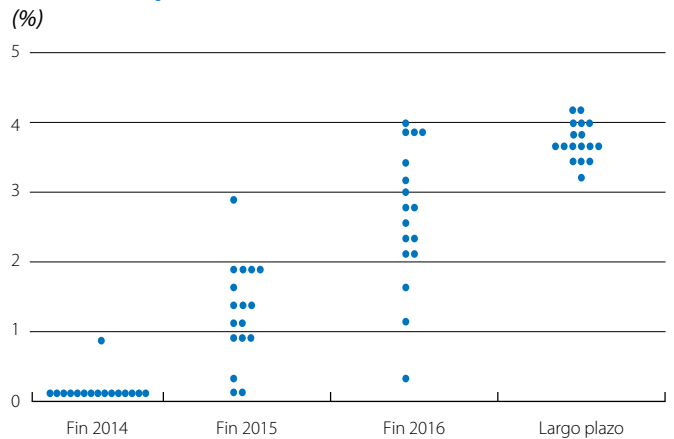
El BCE echa más madera. En un movimiento inesperado, el Consejo de Gobierno del BCE decidió recortar el tipo de interés oficial hasta el 0,05%, así como la facilidad marginal de crédito y el tipo de depósito hasta el 0,30% y el -0,20%, respectivamente. Además, Mario Draghi anunció el lanzamiento de un doble programa de compra de deuda privada, que dará comienzo en octubre: la institución adquirirá durante los dos próximos años activos de titulización respaldados por créditos

Volatilidad implícita en los mercados financieros (Índices VIX para EE. UU. y VXEM para emergentes)



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

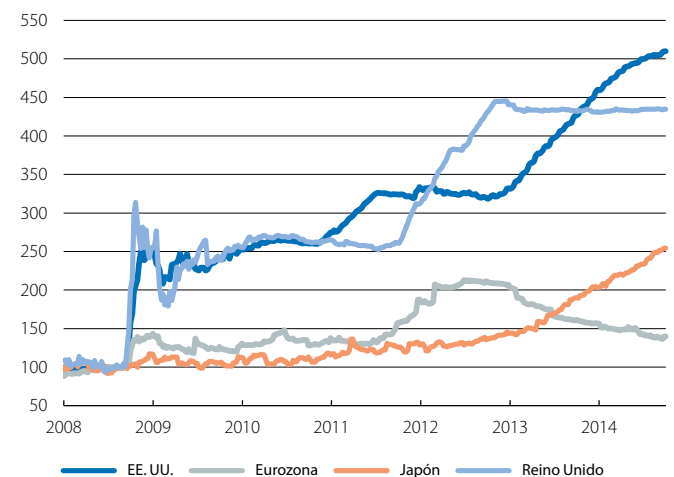
EE. UU.: nivel apropiado para el tipo de interés oficial según los miembros del FOMC del 17 de septiembre



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

Tamaño del balance de los principales bancos centrales

(Septiembre de 2008 = 100)



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

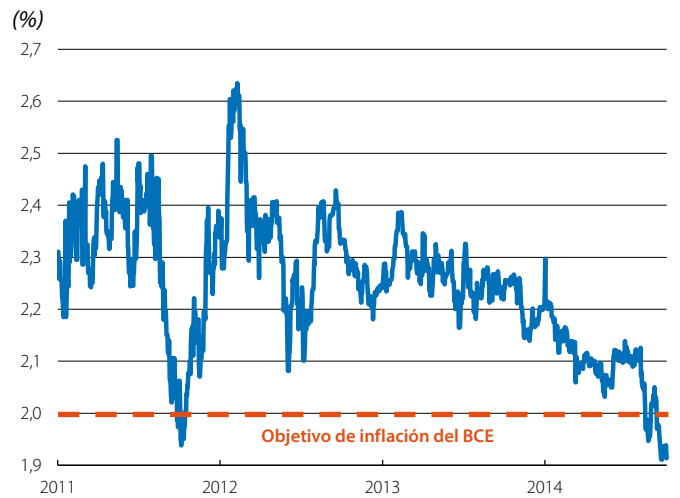
hipotecarios y a empresas de la eurozona; en paralelo, el BCE también acometerá compras de cédulas hipotecarias (*covered bonds*). Aunque estas decisiones no contaron con el respaldo unánime de los miembros del Consejo de Gobierno, su adopción se produjo como respuesta al deterioro de las expectativas de inflación a medio plazo y a la pérdida de pulso de la actividad económica. Asimismo, en septiembre se efectuó la primera operación de préstamos a largo plazo (TLTRO), que se saldó con una demanda de fondos discreta: 82.600 millones de euros, claramente por debajo de las previsiones del consenso de analistas. Esta circunstancia ha suscitado dudas entre los inversores acerca de si será o no posible alcanzar la referencia establecida por el propio BCE, consistente en expandir su balance en aproximadamente un billón de euros. El BCE ha dicho que está dispuesto a tomar las medidas necesarias para conseguir sus objetivos finales, pero lo más probable es que opte por esperar un tiempo razonable para evaluar la efectividad conjunta de las últimas medidas expansivas antes de plantearse nuevas vías de acción.

Los inversores apuestan por los *treasuries* a largo plazo. Los conflictos acontecidos durante el verano en Próximo Oriente y en Ucrania, a los que se añaden las recientes tensiones en Hong Kong, han incrementado la preferencia de los agentes por los activos más seguros. Entre estos, destaca la deuda pública norteamericana y, en concreto, la de vencimientos más lejanos. La ausencia de presiones inflacionistas de calado en EE. UU. y la intensificación de los estímulos monetarios en la UEM y en Japón han favorecido esta pauta. Paradójicamente, la placidez ahora reinante en el mercado de deuda pública estadounidense constituye un elemento de vulnerabilidad. Un eventual proceso de subidas del tipo oficial menos pausado de lo que hoy se espera, sobre la base del ostensible incremento de posiciones especulativas largas en *treasuries*, son elementos que introducen fragilidad en el panorama.

La rentabilidad del *Bund*, en mínimos. La debilidad del escenario económico europeo está dejando huella sobre el mercado de deuda soberana del área. Al bache económico sufrido durante el 2T por las economías *core* (Alemania y Francia), se ha unido la confirmación de la desaceleración de la inflación de la eurozona en septiembre. Estos datos han contribuido a impulsar nuevos descensos de la curva de tipos de interés alemana. En concreto, las referencias a uno, dos y tres años ofrecen una rentabilidad negativa, mientras que la *yield* del bono a 10 años se mantiene por debajo del 1%.

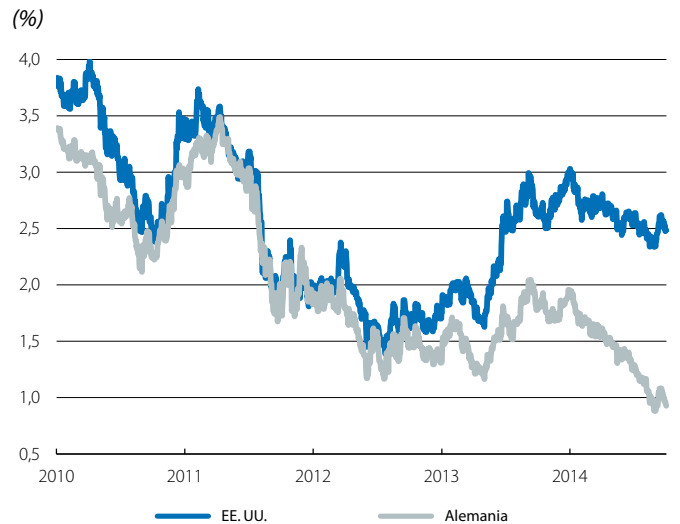
Los inversores abrazan la deuda soberana de la periferia. Una vez superadas las modestas turbulencias del verano (crisis del BES de Portugal, y la recaída de Italia en recesión) las *yields* de la deuda pública de los países de la periferia europea han retomado la senda descendente (es decir, cotizaciones al alza). El desenlace del referéndum por la independencia en Escocia también ha contribuido a reanudar la asunción de riesgos por parte de los inversores. De igual modo, la tendencia se ha visto favorecida por el anuncio de las medidas extraordinarias de liquidez del BCE en septiembre, y podría reforzarse aún más si

Eurozona: expectativas de inflación a 5 años a 5 años vista



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

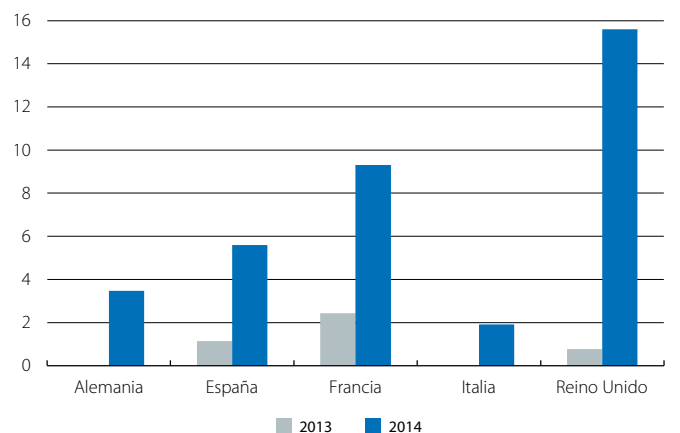
Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

Bancos europeos: emisiones de bonos contingentes convertibles (cocos)

Acumulado de 1 de enero a 30 de septiembre de cada año (en miles de millones de euros)



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

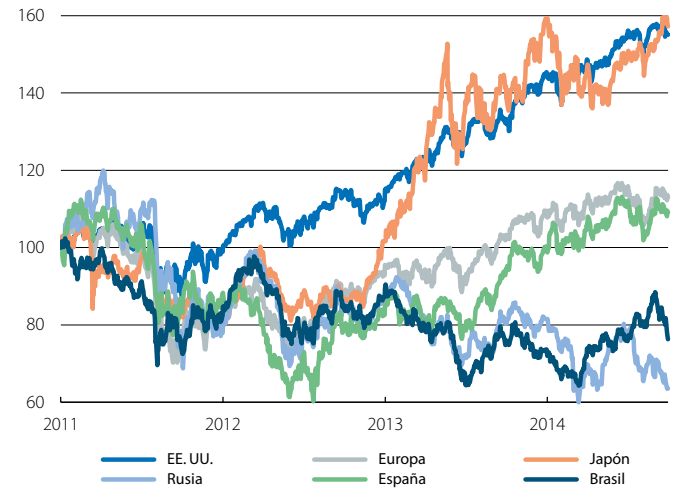
finalmente el banco central aumenta el paquete de las mismas en los próximos meses. Otro factor a tener en cuenta es la publicación de los resultados de las pruebas de estrés a la banca europea a finales de octubre, que deberá reducir la incertidumbre sobre el sector sin deparar turbulencias. Al hilo de estas pruebas, las entidades han aumentado considerablemente las emisiones de bonos contingentes convertibles con el fin de fortalecer sus ratios de solvencia.

Luces y sombras en la arena bursátil debido a las dudas sobre el crecimiento en la UEM y en los emergentes. Tras los vaivenes experimentados durante el verano, la cautela ha dominado en los mercados de acciones en septiembre. El tono general ha sido flojo, pero con notable disparidad entre países en concordancia con las respectivas evoluciones macroeconómicas y monetarias. Japón y EE. UU. han destacado en positivo. En el país nipón, porque los inversores anticipan una nueva ronda de medidas expansivas del banco central y en el norteamericano, gracias al apoyo de buenos datos de coyuntura. Las plazas de la eurozona y de los países emergentes han registrado correcciones moderadas. En el bloque emergente, han pesado las dudas sobre el crecimiento económico en China, si bien el banco central ha respondido con celeridad inyectando liquidez a los cinco mayores bancos del país. La incertidumbre respecto a las elecciones presidenciales brasileñas, el deterioro del cuadro macroeconómico ruso y los altercados en Hong Kong han decantado la balanza del lado de las pérdidas. Pese a todo, las perspectivas a medio plazo para las bolsas son favorables. La mejora gradual del crecimiento global y la prolongación de unas condiciones monetarias laxas en conjunto deben sostener este escenario alcista.

Fortaleza del dólar frente al euro y debilidad generalizada de las materias primas. El tipo de cambio del euro ha retrocedido hasta los 1,26 dólares, nivel que no se observaba desde 2012. La principal razón que subyace a esta intensificación de la depreciación del euro cabe atribuirla a la divergencia de la política monetaria entre la eurozona y EE. UU. En el área emergente, las presiones sobre el real brasileño y el rublo ruso han aumentado. En el primer caso, a causa de la incertidumbre sobre los comicios electorales que tendrán lugar en octubre. En el segundo caso, fruto de la salida de capitales y los rumores acerca del posible establecimiento de controles de cambios. La cotización de las materias primas en general, y el petróleo en particular, continúa mostrando una evolución bajista. La fuerza del dólar, el exceso de oferta y las menores expectativas de demanda de crudo han facilitado que el precio del barril se sitúe claramente por debajo de los 100 dólares.

Evolución de las principales bolsas internacionales

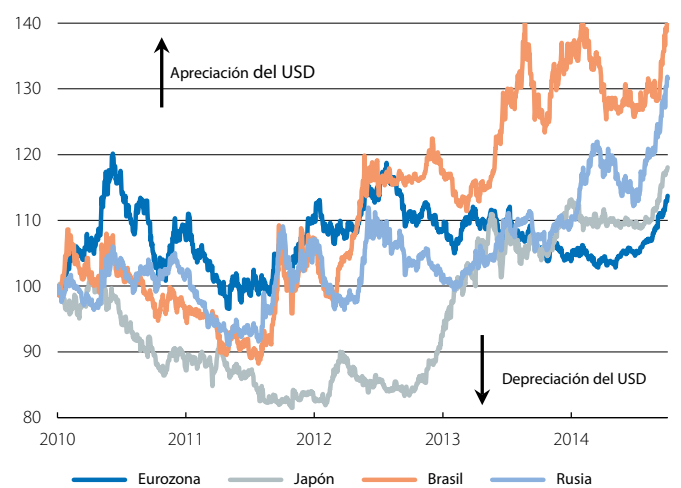
(Enero 2011 = 100)



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

Cotización del USD frente a diferentes divisas

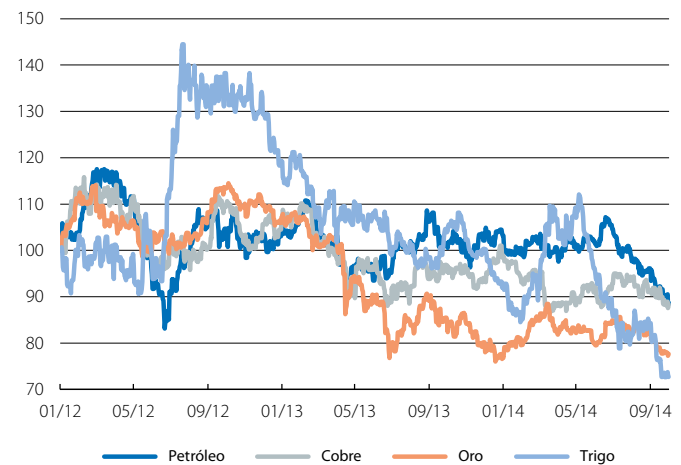
(Enero 2010 = 100)



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

Evolución de la cotización de las materias primas

(Enero 2012 = 100)



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