

COYUNTURA · La incertidumbre, protagonista de la escena financiera global

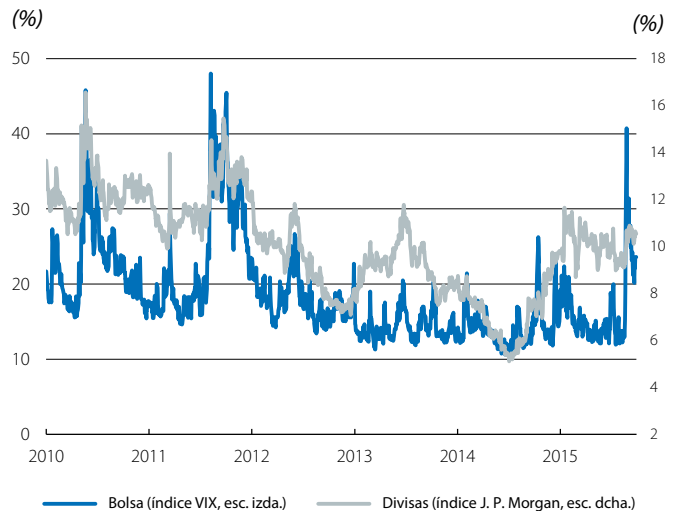
La persistencia de las dudas sobre la economía mundial prolonga la corrección más allá del verano. Las turbulencias en los mercados internacionales desencadenadas en agosto al hilo de la desaceleración en China y de la devaluación del yuan no se han desvanecido con la llegada del otoño. Las dudas en torno al crecimiento global se incrementaron ante la decisión de la Reserva Federal (Fed) de posponer el comienzo de la normalización de los tipos de interés. Paradójicamente, la cautela adoptada por la institución intensificó los temores sobre una brusca ralentización de la economía mundial. Por otro lado, el débil pulso de la actividad del bloque emergente, principalmente de China y Brasil, no ha contribuido a reforzar el optimismo entre los inversores. Además, los severos correctivos observados en sectores como el automovilístico y el minero-energético son un factor añadido a la inestabilidad generalizada de los mercados.

Entre tanto, los activos de riesgo en la eurozona han mostrado mayor resistencia, al calor de las sorpresas positivas de los indicadores de coyuntura y de los mensajes acomodaticios procedentes del BCE. Aunque la fragilidad del entorno global persistirá a corto plazo, la incidencia de las fuerzas que están detrás de la dinámica de *risk-off* tenderá a revertir. La constatación, más pronto que tarde, de que la economía mundial no se encamina hacia una fase de desaceleración pronunciada debe ser el revulsivo necesario. En paralelo, el inicio del ciclo alcista de los tipos de interés en EE. UU. cerrará uno de los principales focos de incertidumbre de los últimos años, más allá del desafío que plantea.

La Fed se muestra cauta ante las condiciones del entorno exterior y opta por esperar. La expectación en torno a si la Fed daría comienzo o no a la primera subida del tipo oficial en nueve años era elevada. Finalmente, los dirigentes de la autoridad monetaria decidieron permanecer a la espera, a causa, en gran parte, de las señales de debilidad de la economía china y de las tensiones estivales en los mercados financieros. Además, las previsiones de crecimiento e inflación fueron revisadas levemente a la baja, al igual que el nivel previsto del tipo *fed funds*. Así pues, la cautela mostrada por la institución y el hecho de que en su decisión se haya ponderado de forma significativa el factor exterior, en contraposición al proceder tradicional de la entidad, hicieron saltar las alarmas sobre un profundo deterioro del crecimiento mundial. Esta circunstancia se ha reflejado en un nuevo retraso de la expectativa de la primera subida del *fed funds*, prevista ahora para el mes de marzo. Con todo, la buena evolución de la economía norteamericana nos lleva a mantener nuestro escenario central sin cambios respecto al mes pasado: inicio de las subidas en diciembre y elevada gradualidad de las mismas después.

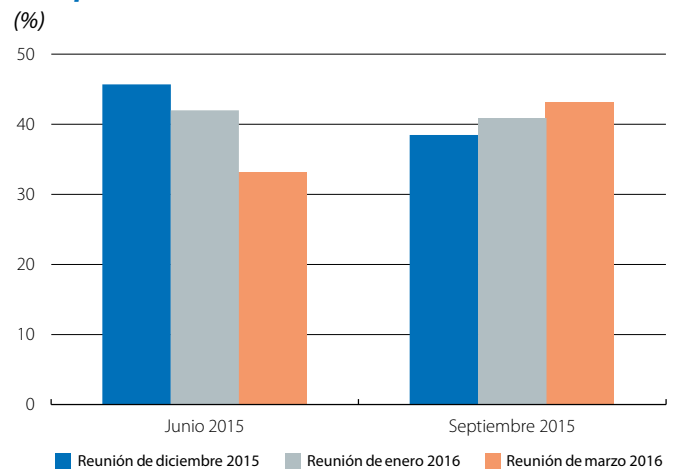
El castigo a los países emergentes con fundamentos económicos débiles se intensifica. La debilidad de las materias

Volatilidad implícita en los mercados financieros



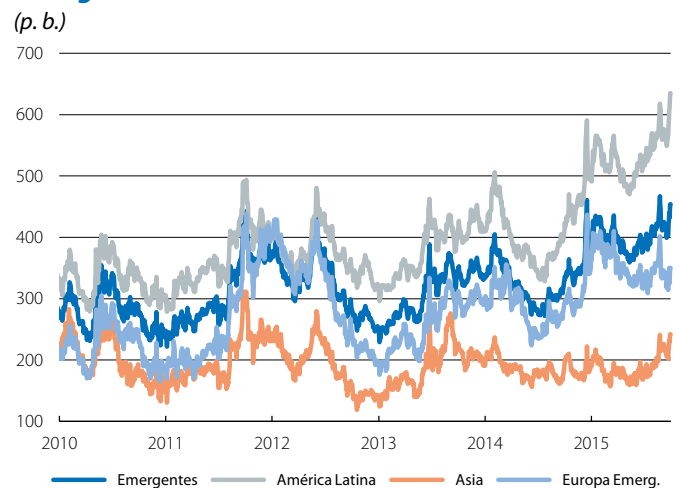
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: probabilidad de la primera subida del tipo de interés oficial *



Nota: * Implícita en los futuros sobre el *fed funds rate*. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Spreads de los bonos soberanos de los países emergentes *



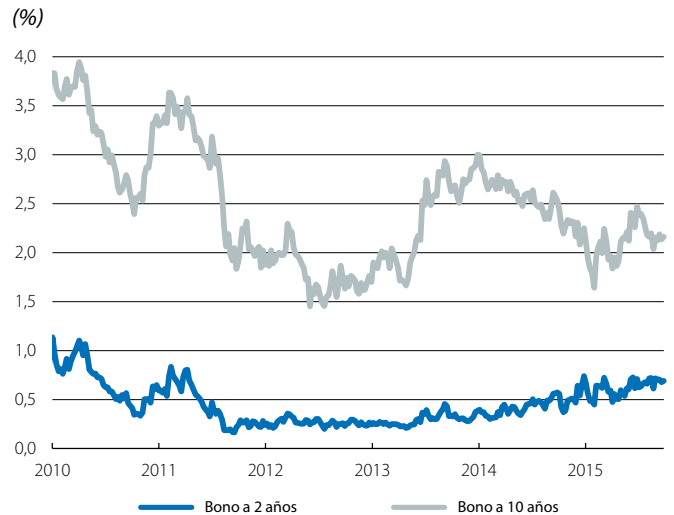
Nota: * Diferencial respecto a una cesta de bonos soberanos de EE. UU. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

primas, un entorno exterior menos favorable (normalización por parte de la Fed) y la desaceleración de la economía china forman una combinación muy nociva para el desempeño de los activos emergentes, en especial en aquellos países con desequilibrios internos de envergadura, como Turquía y Brasil. En este último caso, el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, la dificultad para controlar el desequilibrio de las finanzas públicas y la inestabilidad política han llevado a la agencia de calificación S&P a reducir el *rating* soberano hasta BB+ (que conlleva la pérdida del estatus de grado de inversión de la deuda brasileña). Además de Brasil y Turquía, otros países que se encuentran en una situación compleja son Rusia, Sudáfrica y Malasia. Aunque las diferencias entre las economías del bloque emergente son notables (la India constituye un claro ejemplo), el apetito inversor por los activos emergentes sigue retrayéndose. La depreciación de divisas como el real brasileño, la lira turca o el ringgit malasio y la continuidad del repunte de los respectivos *spreads* soberanos en las últimas semanas ponen de manifiesto esta circunstancia. Desde un punto de vista de fundamentos y largo plazo, las valoraciones de las bolsas y la deuda privada emergentes se sitúan en niveles razonablemente atractivos. Sin embargo, la ausencia de catalizadores positivos a corto plazo contribuirá a mantener las cotizaciones de dichos activos en cotas deprimidas.

El BCE centra la atención en reforzar su discurso acomodaticio tras los acontecimientos estivales. En su reunión de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE mostró su determinación de emplear todas las herramientas a su alcance con el propósito de atajar eventuales riesgos procedentes de la desaceleración de la economía china y la volatilidad de los mercados. En concreto, Mario Draghi puso énfasis en la posibilidad de introducir ajustes en el programa de compra de bonos de la entidad (QE) si fuera necesario. De hecho, el presidente del BCE anunció que aumentaría del 25% al 33% el límite que pueden adquirir los bancos centrales de un solo bono. El tono contundente de Draghi estuvo justificado ante la revisión a la baja de las previsiones trimestrales de crecimiento e inflación de la institución. En este sentido, el mandatario europeo señaló que los riesgos sobre el cuadro macroeconómico de la región permanecen sesgados a la baja, particularmente en el caso de la inflación, a causa del desplome del petróleo. Aun así, a día de hoy, parece poco probable que el BCE opte por incrementar significativamente la escala y el alcance de sus medidas expansivas.

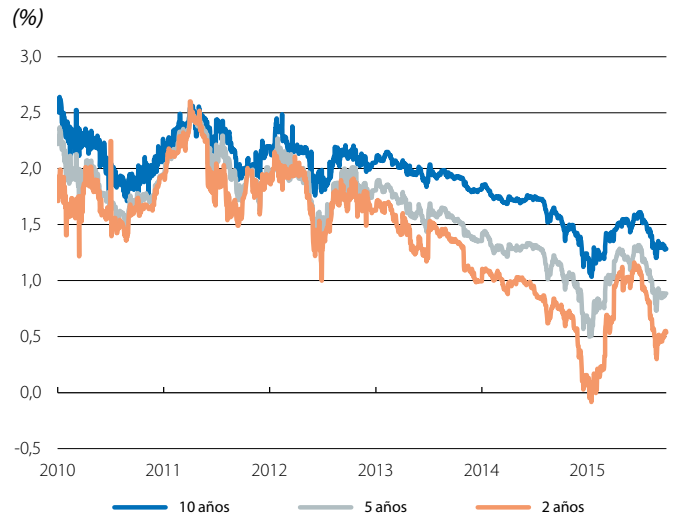
Los *treasuries* fluctúan al compás de los mensajes de la Fed. Los rendimientos de la deuda pública estadounidense tuvieron un comportamiento volátil tanto antes como después de la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto del 17 de septiembre. En el cómputo mensual, toda la curva de bonos ha descendido como reflejo de este nuevo escenario, reduciéndose los rendimientos a 10 y dos años hasta el 2,11% y 0,68%, respectivamente. La volatilidad también ha sido protagonista: mostró repuntes importantes en los días previos a la reunión y se estabilizó después en el tramo final de mes en niveles similares a los de principios de año.

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: expectativas de inflación



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública a 10 años



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

La deuda periférica europea sigue a la americana y recela de la situación de la economía mundial. La deuda soberana europea ha atravesado un mes relativamente más tranquilo que su homóloga americana, aunque ha experimentado un repunte similar en los rendimientos, previo a la decisión de la Fed. Desde una perspectiva más amplia, los bonos soberanos europeos también han sido víctimas de la volatilidad generada por la incertidumbre sobre el crecimiento global. Sin embargo, el mensaje del BCE sobre una posible ampliación del programa de compra de bonos contribuyó a estabilizar las *yields* soberanas de la región. Por otro lado, la prima de riesgo española ha seguido distanciándose en sentido ascendente de la italiana, lo que posiblemente refleja el mayor riesgo político percibido por los inversores.

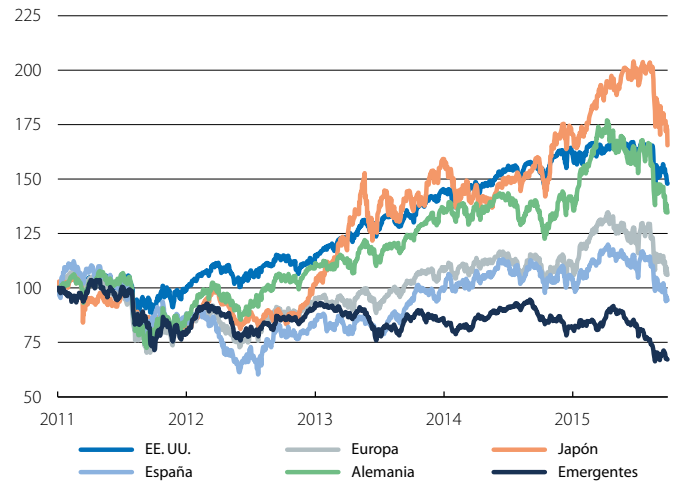
Continúa el particular viacrucis de las bolsas internacionales. Los mercados de acciones desarrollados han acusado la incertidumbre sobre el crecimiento mundial a raíz de la decisión de la Fed de posponer la primera subida del tipo oficial. Desde principio de mes, los parqués americano, europeo y británico habían conseguido apuntarse ganancias del 4,2%, 2,3% y 1%, respectivamente, antes de la decisión de la Fed. Pero la reversión de esta tendencia en la segunda mitad del mes ha terminado arrastrando a la mayoría de índices desarrollados. Estos acontecimientos han relegado a un segundo plano el flujo de noticias positivo de la actividad empresarial en Europa, cuyas perspectivas siguen mostrándose más favorables que en EE. UU.

El castigo ha sido particularmente severo en los sectores cíclicos. En concreto, el sector automovilístico y el minero-energético se han escrutado con lupa este mes. El primero se ha visto arrastrado a la baja por las noticias acerca de la manipulación de las emisiones contaminantes. Aunque en un principio esta circunstancia afectaba a la compañía implicada, sus efectos acabaron por extenderse al resto del sector automovilístico. En el caso del sector energético, la corrección de los últimos meses se ha intensificado ante el desplome de las acciones de una de las principales industrias del sector minero. Ambos desarrollos se han producido en un momento poco propicio para los mercados de renta variable. El recelo de los inversores para tomar posiciones en esta clase de activo no parece que vaya a disminuir a corto plazo, máxime ante las débiles perspectivas de beneficios corporativos en EE. UU.

El mercado de divisas, a merced de la subida de tipos y de la debilidad de las economías emergentes. El euro se ha mantenido ligeramente por encima de los 1,10 dólares, el límite inferior del intervalo de cotización prevaleciente del último año. No obstante, esperamos que la divisa europea siga debilitándose a medida que se vislumbren con mayor claridad los movimientos de la Fed. Entre las monedas del área emergente, los países exportadores de materias primas, como Brasil, México, Turquía y Sudáfrica, se han visto particularmente afectados por la debilidad del precio de estos bienes.

Principales bolsas internacionales

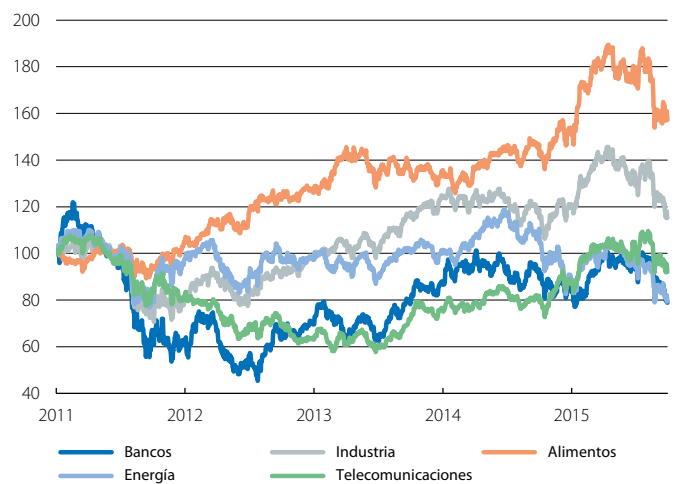
Índice (100 = enero 2011)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: cotización bursátil por sectores

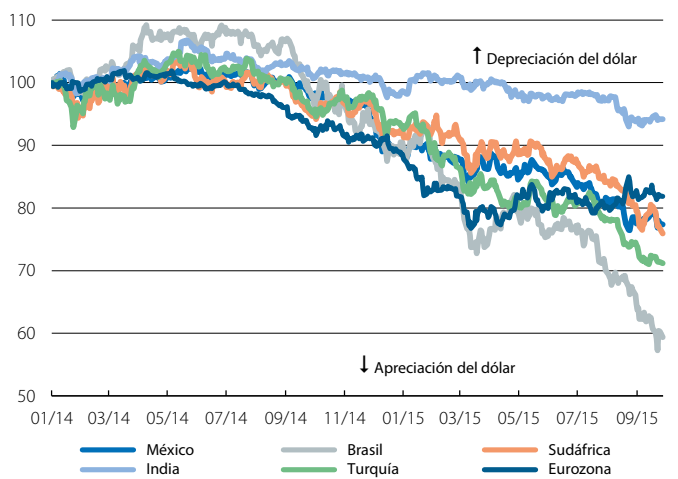
Índice (100 = enero 2011)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de diferentes divisas frente al dólar

Índice (100 = enero 2014)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.