

COYUNTURA · Los bancos centrales recobran el protagonismo

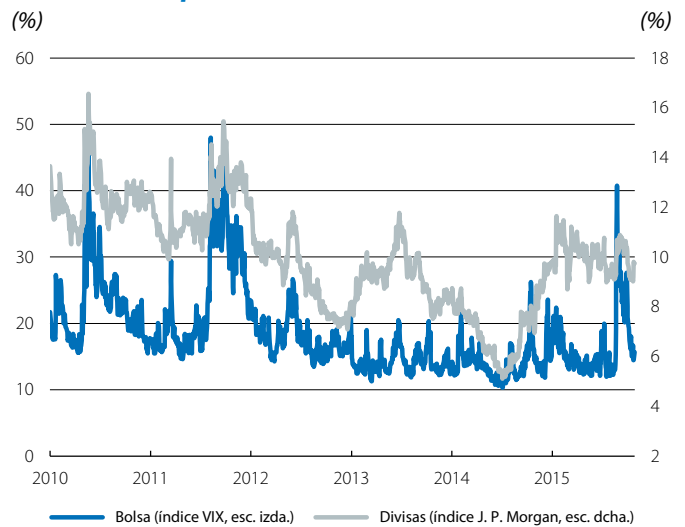
La incertidumbre que ha planeado sobre el entorno global remite y deja paso a un clima más favorable. Los episodios de inestabilidad que salpicaron la escena financiera internacional entre agosto y septiembre han sido sofocados en octubre por los mensajes y las actuaciones de los bancos centrales. En esta ocasión, el BCE ha sido el protagonista tras señalar con vehemencia que, muy probablemente en diciembre, se adopten más estímulos monetarios. En paralelo, el mayor grado de concreción del mensaje de la Reserva Federal (Fed) acerca de su hoja de ruta en materia de tipos de interés y las medidas expansivas del banco central chino también han contribuido en sentido favorable. En este entorno, los activos con riesgo y los bonos soberanos del bloque avanzado han sido los grandes beneficiados, si bien las cotizaciones todavía permanecen por debajo de las cotas alcanzadas en junio. La cruz la encarnan las materias primas, que siguen inmersas en su particular proceso de ajuste y han quedado al margen del mayor apetito por el riesgo.

A corto y medio plazo, los pasos que trace la Fed y las noticias procedentes de China serán los principales factores que modularán el sentimiento inversor. En este sentido, las condiciones son ahora más propicias para que la dinámica alcista tenga continuidad y se prolongue hasta finales de año en los distintos mercados financieros. La constatación de que el proceso de transición hacia un nuevo modelo de crecimiento en China sigue su curso debe sustentar este escenario positivo. También el factor estacional del periodo en el que ahora nos adentramos. No obstante, es altamente probable que la materialización de dicho escenario vaya acompañada de episodios eventuales de volatilidad, que pueden alcanzar una magnitud considerable.

La Fed despeja el horizonte sobre una posible subida de tipos en diciembre. En el comunicado del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de octubre, Janet Yellen reorientó el foco de atención a la economía doméstica al eliminar la mención anterior a la «evolución económica y financiera global», y mantuvo los comentarios sobre la vigilancia a factores internos. Además, por primera vez se hizo referencia explícita a la próxima reunión del FOMC en diciembre para considerar si es apropiado comenzar las subidas de tipos. La probabilidad que asignan los mercados a que el comienzo de la normalización monetaria se anuncie entonces (nuestro escenario central) ha aumentado notablemente (actualmente se encuentra en el 48%) respecto a una subida en 2016. Todo ello se apoya en un plano macroeconómico positivo, con un consumo privado y una inversión que mantienen un pulso firme, a pesar de un menor crecimiento del PIB en el 3T 2015 por la reducción de inventarios.

China sigue siendo un eje de atención importante, pero la percepción del riesgo sobre el país ha mejorado. Los inversores hicieron una lectura positiva del dato de crecimiento del PIB del 3T 2015 (del 6,9% interanual), que se situó por encima de lo esperado por el consenso de analistas y atemperó el débil pul-

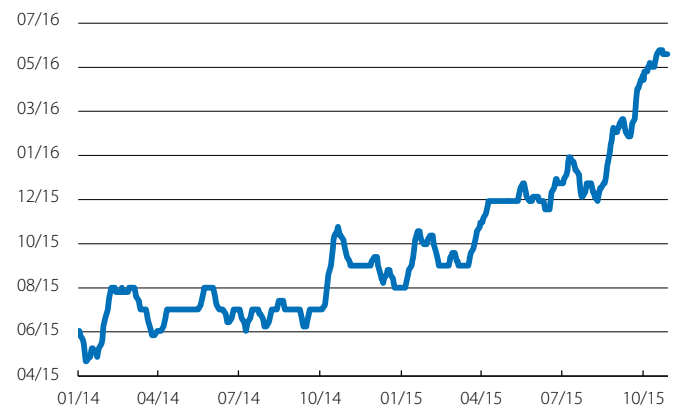
Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

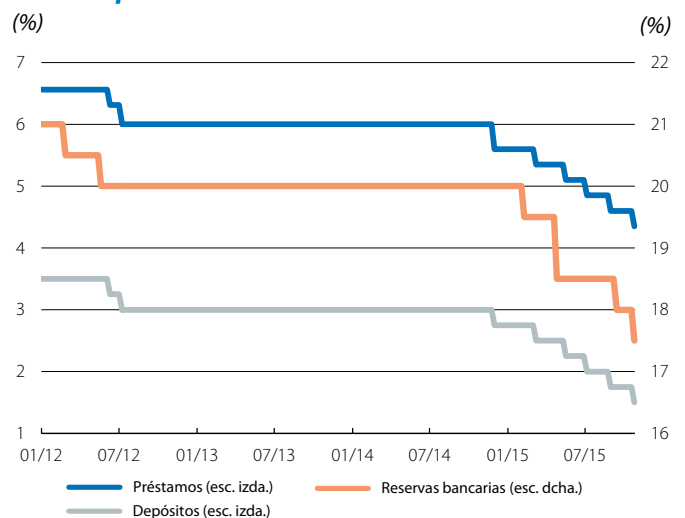
EE. UU.: expectativa de la primera subida del tipo de interés oficial *

(Fecha esperada)



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

China: tipos de interés oficiales del banco central



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

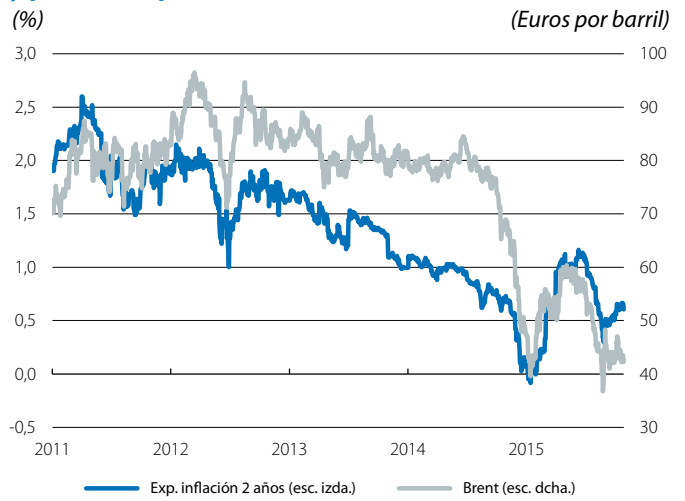
so que han arrojado algunos indicadores de actividad recientes. La decisión del banco central chino (PBOC) de recortar los tipos de interés oficiales sobre préstamos, depósitos y reservas bancarias también tuvo un impacto positivo sobre el sentimiento inversor. La respuesta y el alcance de las medidas adoptadas por el PBOC confirman su disposición a actuar con celeridad para limitar los riesgos de cola. Ello ha contribuido a diluir los temores en torno al fantasma de una posible desaceleración brusca de la economía china. Asimismo, la decisión del PBOC de eliminar las restricciones existentes a la remuneración de los depósitos bancarios es un hito remarkable y constituye un avance notable hacia la liberalización de los tipos de interés del gigante asiático. A corto y medio plazo, la política de comunicación del Ejecutivo chino será un elemento clave para que las medidas que se anuncien no generen elevadas dosis de volatilidad.

El BCE eleva el tono acomodaticio de sus mensajes y anticipa más estímulos monetarios en diciembre. Tras su reunión de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE mostró una clara disposición a poner en marcha medidas expansivas adicionales y señaló que podrían anunciarse en su próxima reunión del 3 de diciembre. Mario Draghi volvió a poner énfasis en la permanencia de los riesgos a la baja sobre el crecimiento y, especialmente, la inflación. A pesar de una mejora de los agregados monetarios y crediticios, el BCE quiere atajar los efectos contraproducentes derivados de un endurecimiento de las condiciones financieras. En concreto, el presidente del BCE reiteró la posibilidad de ajustar el programa de compra de bonos (QE). Como novedad, el presidente del BCE indicó que la opción de recortar el tipo de la remuneración de depósito es una posibilidad que la entidad también se plantea. La disposición de rebajar los tipos oficiales es un aspecto que contribuye a reforzar el compromiso de la institución de cumplir con su objetivo de inflación. En cualquier caso, la decisión de revisar el grado acomodaticio de la política monetaria estará condicionada por las previsiones macroeconómicas que la autoridad presente en diciembre. Sin embargo, no se descarta que el BCE opte por esperar a enero de 2016, máxime si se tiene en cuenta que la reunión del BCE en diciembre precederá a la de la Fed.

La deuda soberana evoluciona al compás de los bancos centrales. El rendimiento a 10 años de los bonos americanos y alemanes ha vuelto a fluctuar con los mensajes de las autoridades monetarias, que, a su vez, han estado marcados por la creciente preocupación por la débil inflación. La nueva versión del «lo que sea necesario» de Mario Draghi, quien promete revisar el programa de expansión monetaria en diciembre, ha incrementado el *spread* entre el rendimiento americano y el alemán, por la bajada del último. Sin embargo, se espera que dicha tendencia se revierta en la primera mitad de 2016, según remitan las presiones deflacionistas globales.

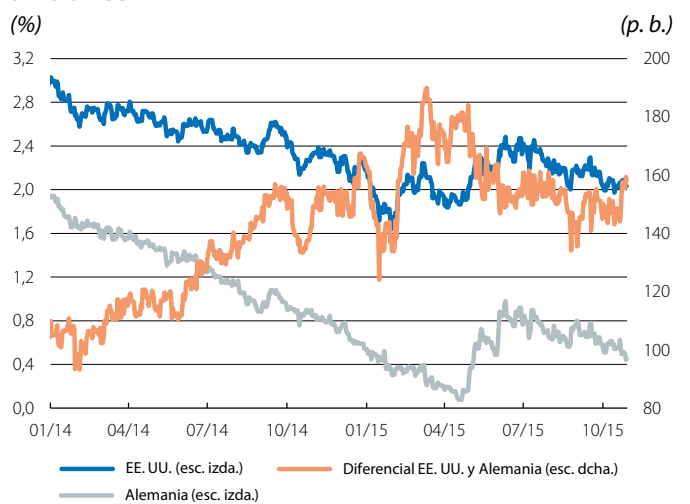
Entretanto, la deuda soberana periférica mantiene el tipo y no acusa las múltiples citas electorales. Las rentabilidades de la deuda pública periférica han prolongado en octubre la tendencia bajista iniciada el mes anterior con los mensajes acomodaticios de los bancos centrales como telón de fondo. La mejo-

Expectativas de inflación en la eurozona y precio del petróleo



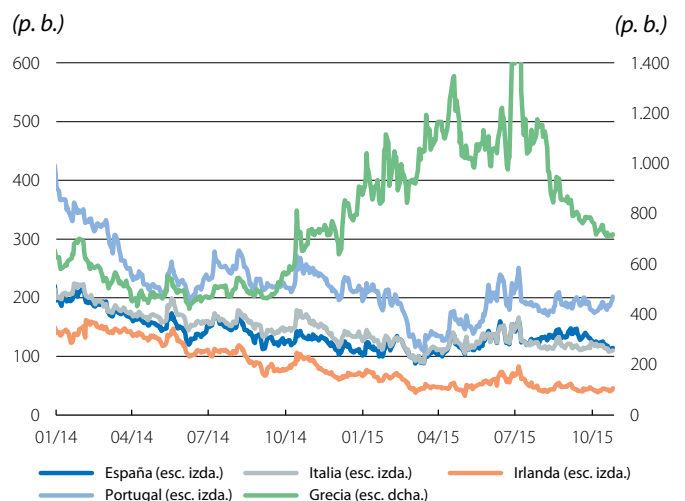
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades y diferencial de la deuda pública a 10 años



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

Eurozona: prima de riesgo de la deuda pública a 10 años



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

ra gradual del cuadro macro de países como España, Italia o Portugal, junto con la indiscutible red de seguridad tejida por el BCE, han reforzado la estabilidad de la deuda soberana de estos países en un periodo de múltiples citas electorales. En su caso, la prima de riesgo española a 10 años ha descendido a cotas próximas a las de la italiana (alrededor de los 110 p. b.), ayudada también por la mejora del *rating* soberano (de BBB a BBB+) por parte de la agencia S&P.

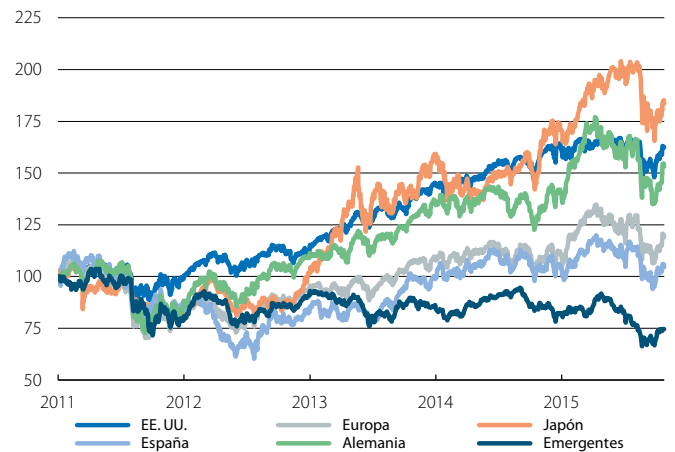
Las bolsas internacionales avanzan al unísono tras los vaivenes de agosto y septiembre. El tono general de los mercados de acciones ha sido firme en octubre, aunque las cotizaciones permanecen a considerable distancia de los niveles alcanzados en primavera. La reconducción, aunque no definitiva, de los focos de incertidumbre que desencadenaron la corrección estival ha sido el sustento de esta pauta alcista. Ello ha pesado más en el ánimo de los inversores que la deslucida campaña de beneficios empresariales en EE. UU. Bien es cierto que, de las 230 compañías del índice S&P 500 que han publicado sus cuentas, el 75% ha reportado unos beneficios por encima de las expectativas. Sin embargo, el débil pulso de los ingresos y de la facturación no pasa desapercibido. En este caso, la ratio de sorpresas positivas es del 43%, mientras que las sorpresas negativas alcanzan el 56%. Con todo, la probabilidad de que el *rally* bursátil tenga continuidad hasta final de año en las bolsas avanzadas es elevada. El flujo de noticias positivas procedentes de China, el mayor grado de concreción de la Fed y el refuerzo de unas condiciones monetarias laxas en la eurozona deben ser las principales palancas de apoyo. En el área emergente, la dinámica bursátil deberá seguir lidiando con los obstáculos ya conocidos, si bien los flujos de cartera hacia estos países en octubre han mostrado una evolución positiva.

El mercado de renta fija privada, a la estela de las bolsas. Las ampliaciones a lo largo de los últimos meses han sido generalizadas y significativas en los *spreads* de los bonos corporativos (especialmente en el segmento de grado especulativo). Cabe resaltar el destacado papel de la emisión de bonos destinados a sufragar la pujante actividad en el segmento de fusiones y adquisiciones. El número de megaoperaciones (superiores a los 10.000 millones de dólares) desde inicios de 2015 se sitúa ya por encima de las registradas a lo largo de todo el año 2007.

La crisis de materias primas sigue manteniendo en vilo el crecimiento global. Tras la ligera apreciación del euro en la primera mitad de mes, la reunión del BCE provocó que se desplomara más de un 3%, enviando el cruce dólar/euro del 1,14 al 1,10 en dos días. Especialmente en el foco de atención han estado las monedas de economías emergentes como Brasil y Turquía, que han vuelto a sufrir por sus tensiones internas y por la debilidad de las materias primas. En este ámbito, tras una notable subida a principios de mes por el repliegue en los temores sobre crecimiento global, el crudo volvió a enfiar su senda bajista, perdiendo un 2,4% en octubre y un 17% desde principios de año. La nota positiva la ha aportado el cobre, indicador adelantado de actividad industrial, que había perdido un 16% en lo que va de año y que ha repuntado un 2,4% en octubre.

Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2011)



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

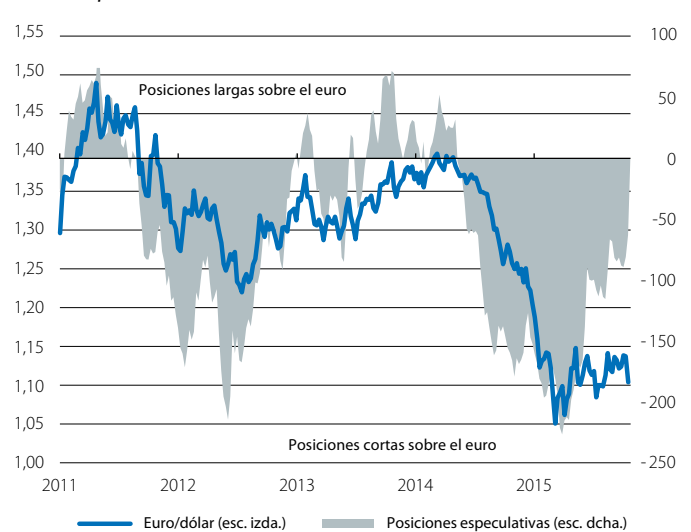
Primas de riesgo de la deuda corporativa con grado especulativo*

(p. b.)



Nota: * Diferencial respecto a una cesta de bonos soberanos. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas: posiciones especulativas sobre el euro/dólar
(Dólares por euro) (Miles de contratos)



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