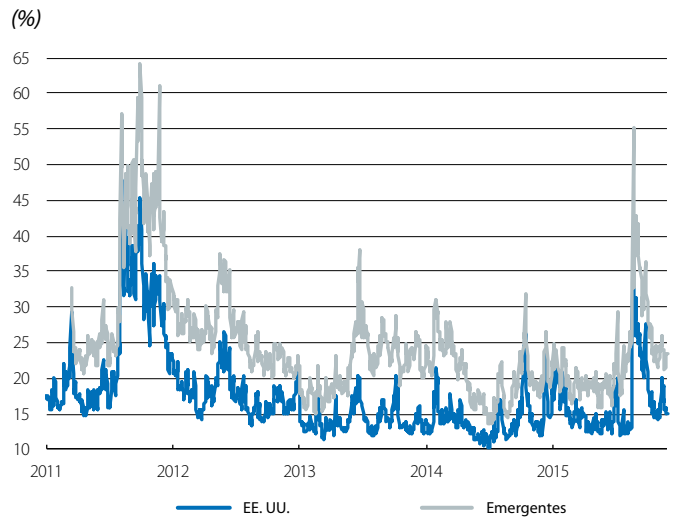


COYUNTURA · Las bolsas reflexionan antes de las subidas de tipos

Tono constructivo en los mercados mientras se preparan para el desacoplamiento entre la Fed y el BCE. La aversión al riesgo de los últimos meses ha menguado gracias a una menor incertidumbre en torno al crecimiento de las economías emergentes y a la mayor concreción de la Fed sobre su estrategia de normalización monetaria. Los últimos datos macroeconómicos de EE. UU. han reforzado notablemente la expectativa de que el banco central estadounidense finalmente decida subir el tipo de interés oficial en su reunión de diciembre. A su vez, el BCE ha reiterado su disposición a aprobar más estímulos monetarios a comienzos de diciembre, lo que ha cimentado el fortalecimiento del dólar. Se espera que, en las reuniones del BCE y de la Fed de diciembre (el 3 y el 16, respectivamente), se materialice esta divergencia de la política monetaria a ambos lados del Atlántico. Esta circunstancia comportará nuevos descensos del cruce dólar/euro y la ampliación del diferencial entre el rendimiento del bono a 10 años americano y el equivalente alemán. En este sentido, preveemos que la normalización monetaria sea muy gradual y que tenga un impacto limitado en las valoraciones, actualmente elevadas pero no necesariamente sobrevaloradas. Si bien el entorno para la renta variable americana aún permite cierto margen al alza, se anticipan rendimientos bursátiles más moderados que en anteriores ciclos, con cierta aceleración en Europa (véase el artículo del Dossier «2016: retos y oportunidades en un entorno financiero global exigente»). El foco en los emergentes permanece centrado en China, donde los riesgos del escenario económico siguen sesgados a la baja. Aun así, pensamos que el papel activo de las autoridades locales en materia de política económica a lo largo de 2016 seguirá limitando de forma efectiva los focos de riesgo que pesan sobre la economía china.

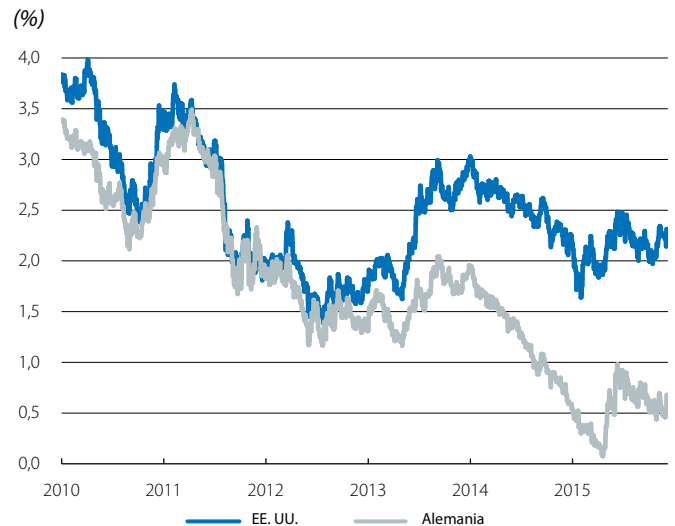
En EE. UU., el ritmo de la subida de tipos se erige como el factor dominante, al tiempo que la fecha de inicio de la normalización pierde importancia relativa. A la robustez de los últimos datos macroeconómicos se unió la publicación de las actas de la reunión de octubre de la Fed, que revelaron una disposición mayoritaria a comenzar la normalización monetaria. En este contexto, los mercados han incrementado significativamente la probabilidad que asignan a tal evento, que ha pasado de un 35% en octubre a un 76% a finales de noviembre. Los inversores centran su atención ahora en la velocidad a la que se producirán el resto de subidas hasta que se alcance un tipo de interés de equilibrio, que la Fed sitúa en el 3,5%. La expectativa del consenso de analistas contempla una senda marcadamente más gradual que en el ciclo de endurecimiento de las condiciones monetarias anteriores. En particular, las proyecciones de la Fed plantean una subida anual del tipo de interés oficial de 0,9 p. p., frente a un incremento promedio anual de 1,7 p. p. (sobre esta cuestión, véase el Focus «Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente»).

Volatilidad implícita en los mercados financieros



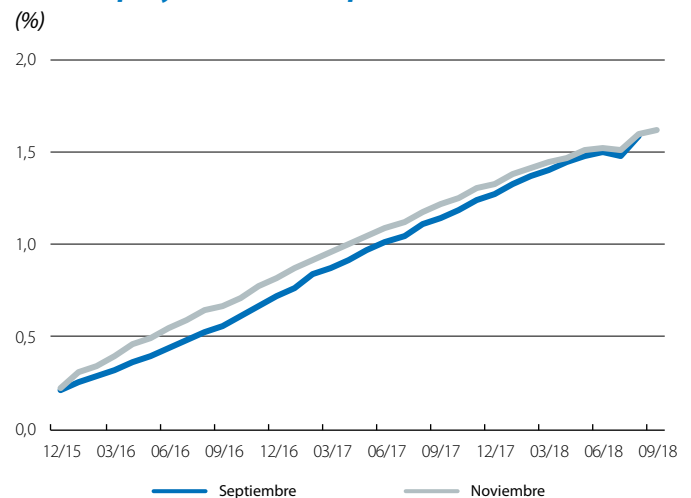
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

EE. UU.: proyecciones del tipo oficial de la Fed*



Nota: * Obtenidas a partir de los futuros sobre el fed funds rate.

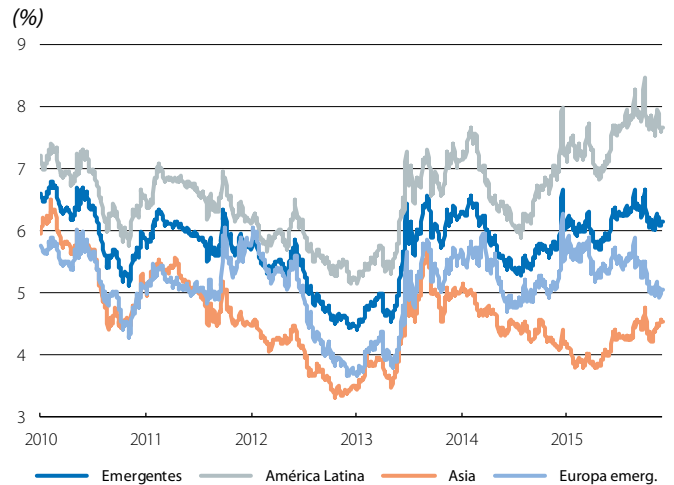
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Los inversores vigilan la inflación en la eurozona y se mantienen a la espera del BCE. A pesar de que los fundamentos siguen apuntando a una recuperación económica gradual en la eurozona, las expectativas de inflación continúan situándose por debajo del objetivo del BCE. Por ello, y aunque cabe la posibilidad de que la entidad rehuya mover ficha hasta 2016, los inversores confían cada vez más en el probable anuncio de mayores estímulos en la próxima reunión del 3 de diciembre. En este sentido, el mercado de derivados descuenta un recorte de 10 p. b. en el tipo de interés sobre los depósitos. Conviene apuntar que, aunque es poco probable que haya cambios sustanciales en el programa de compra de bonos (QE), se contempla la posibilidad de que el BCE amplíe el alcance del QE mediante la inclusión de títulos de deuda regionales y locales.

El efecto BCE se impone en el mercado europeo de deuda soberana tras el repunte de las *yields* originado por los planes de la Fed. La preocupación por la respuesta de la parte larga de la curva de tipos americana ha remitido en cierta medida. El rendimiento del bono estadounidense a 10 años parece estar reaccionando con flexibilidad a los diversos eventos que suelen condicionar su evolución y, en el mes de noviembre, ha aumentado 6 p. b., hasta situarse en el 2,23%. El repunte de la rentabilidad de los bonos americanos presionó al alza las *yields* soberanas europeas. Sin embargo, el efecto del anuncio de Mario Draghi, y de los posteriores mensajes de diversos miembros del BCE, sobre posibles estímulos adicionales se terminó imponiendo y llevó el diferencial entre el *bund* alemán y su homólogo americano a 1,8 p. b., uno de los mayores niveles desde la crisis. A su vez, las primas de riesgo periféricas se han relajado sensiblemente, de la misma manera que el *spread* entre el bono español y el italiano a 10 años, que se ha reducido a 10 p. b. respecto a los 25 p. b. observados a mediados de noviembre. No obstante, es probable que la evolución relativa de la deuda española sea menos favorable en las jornadas previas a los comicios electorales en España. Con todo, no esperamos la aparición de tensiones de envergadura tras el resultado de las urnas.

Se disipa la volatilidad procedente de los mercados emergentes, pero continúan bajo el radar inversor. Si bien la transición en China hacia un modelo económico más basado en el consumo y en los servicios ha arrojado algunos datos de actividad mixtos, la mayoría de indicadores se han estabilizado considerablemente. En este contexto de desaceleración controlada, es muy probable que el banco central chino decida imprimir más laxitud mediante rebajas adicionales de los tipos oficiales, máxime si, como parece, la inflación permanece en cotas bajas. Por otra parte, el FMI ha emitido un dictamen favorable para incluir el yuan en su cesta de divisas de referencia. La decisión del organismo supone, por un lado, un reconocimiento a las medidas del Gobierno chino para dotar a las fuerzas del mercado de un mayor protagonismo. Por otro lado, constituye un claro incentivo para que las autoridades chinas sigan avanzando en esta dirección.

Rentabilidad de la deuda pública de los países emergentes *



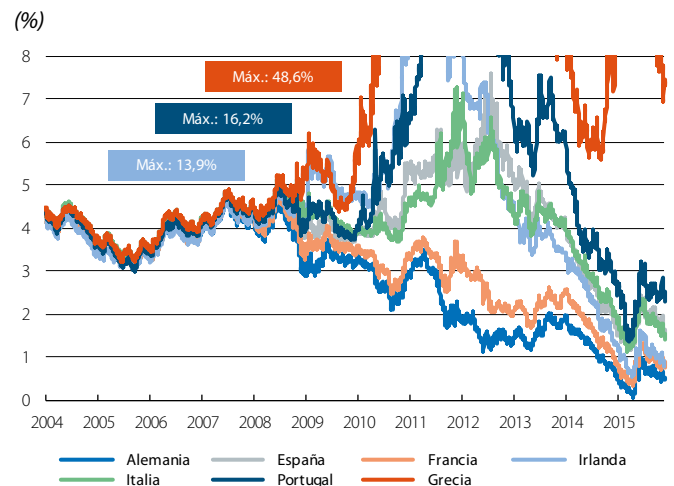
Nota: * Bonos denominados en dólares.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

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



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

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública a 10 años



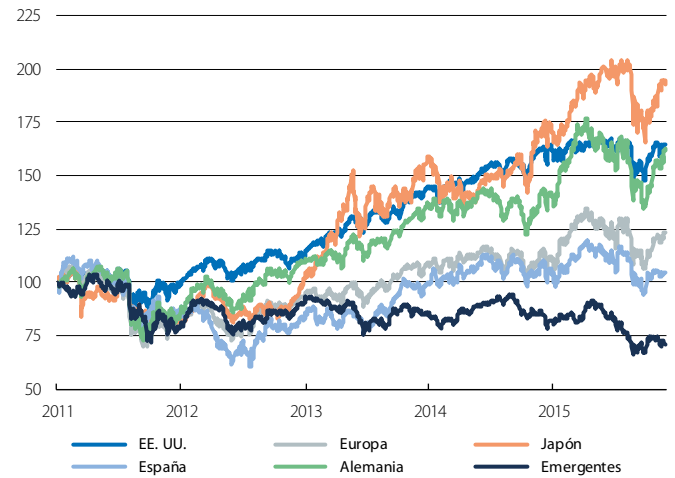
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

Los parqués internacionales frenan su escalada de octubre y la consecución de los máximos anuales queda en entredicho. Las bolsas han navegado en el mes de noviembre con ligeros avances y algún episodio de volatilidad. Al rally de octubre le siguieron las dudas de los datos mixtos de China y la incertidumbre generada por los atentados de París. Hoy en día, siguen sin recuperarse los máximos anuales que las bolsas desarrolladas alcanzaron en primavera. En el bloque emergente, la renta variable continúa sufriendo correcciones considerablemente mayores que las de las bolsas desarrolladas. El cierre de la campaña de beneficios confirmó que la crisis de las materias primas ha pesado significativamente en los resultados, tanto en Europa como, sobre todo, en EE. UU. En este último, el beneficio por acción (BPA) descendió un 5% interanual, pero, sin el sector energético, aumentó un 2%. Las empresas de la eurozona registraron el crecimiento más fuerte en BPA de todas las economías avanzadas (un 2% o un 6% sin el sector energético) y continúan dando motivos para esperar la materialización de un sólido ciclo de rendimientos bursátiles. Para el resto del año se espera cierto impacto positivo por los anuncios de importantes repartos de dividendos. La elevada valoración de los activos estadounidenses en relación con los europeos mantiene el mayor atractivo relativo de las bolsas europeas frente a la estadounidense.

La fortaleza del dólar y la agonía de las materias primas condicionan la evolución de las divisas emergentes. El euro alcanzó en noviembre su nivel más bajo respecto al dólar desde el verano y ha llegado a cotizar por debajo de los 1,06 dólares, acercándose a mínimos en 10 años. Las posiciones cortas sobre el euro en el mercado de futuros y opciones han aumentado considerablemente durante los meses de octubre y noviembre, en concordancia con las expectativas de las estrategias divergentes de la Fed y el BCE. Las divisas emergentes, por su parte, permanecen vigilantes a la evolución de las materias primas y a la subida de tipos en EE. UU. En el mercado de materias primas, el rebote de las principales *commodities* (petróleo, cobre y zinc) en octubre ha sido breve, y estas han retomado la senda de su particular ciclo bajista.

Principales bolsas internacionales

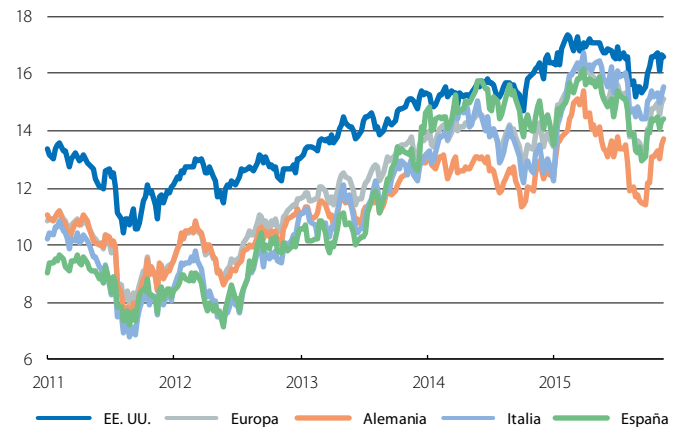
Índice (100 = enero 2011)



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

Bolsas internacionales: ratios precio/beneficios (PER) *

(Ratio)

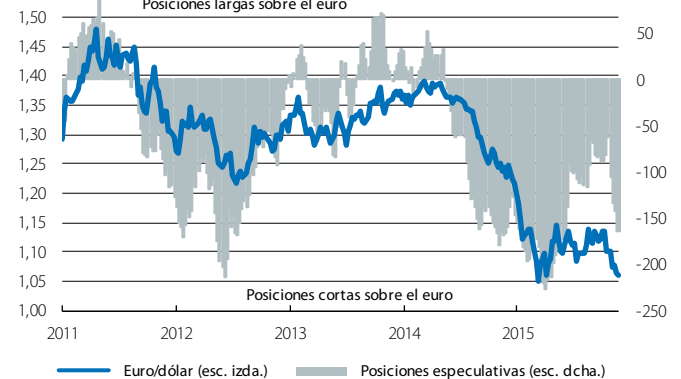


Nota: * Ratios calculadas con los beneficios estimados por el consenso de analistas a 12 meses vista. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas: posiciones especulativas sobre el euro/dólar

(Dólares por euro)

(Miles de contratos)



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