

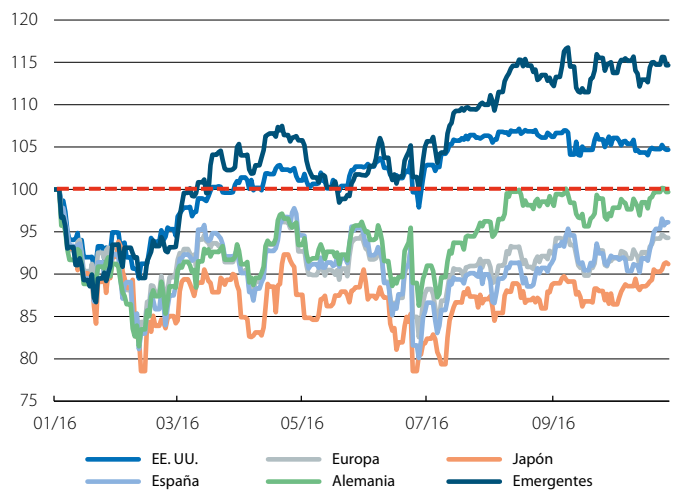
COYUNTURA · Tipos de interés y expectativas de inflación al alza, bolsas en modo espera

Los mercados mantienen la calma en un contexto complejo. Los principales focos de atención siguen siendo las actuaciones de política monetaria que llevarán a cabo los principales bancos centrales a corto y medio plazo; el riesgo político; la fortaleza del cuadro macro, y la resistencia del sector bancario europeo. Durante el último mes, las señales recibidas en cada uno de esos frentes, con mayor o menor intensidad, han sido positivas. Así, el mercado está digiriendo sin mayores sobresaltos la más que probable subida del *fed funds rate* en diciembre. Además, el aumento de las *yields* soberanas que ello está conllevando está beneficiando a las cotizaciones del sector bancario, que han anotado una notable recuperación durante el mes de octubre. En el frente macro, los datos publicados han tendido a reforzar el escenario de aceleración de los emergentes y de la economía estadounidense, en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research. De todas formas, también en todos los frentes mencionados, los riesgos se mantienen relativamente elevados. A corto plazo, en el frente político, la atención está centrada en el resultado de las elecciones en EE. UU. y en el referéndum de Italia; mientras que en lo referente a la política monetaria, el mercado espera con ansiedad la reunión del BCE de diciembre, en la que se tendrá que concretar si se alarga el programa de compra de deuda (QE) en la eurozona.

El BCE mantiene el suspense sobre el futuro del QE hasta diciembre. La reunión del pasado 20 de octubre del Consejo de Gobierno (CG) del BCE no deparó grandes novedades. Los parámetros de la política monetaria se mantuvieron sin cambios: el tipo refi se mantuvo en el 0,0%, la tasa de la facilidad marginal de crédito, en el 0,25% y la remuneración de la facilidad de depósito, en el -0,4%. Sin embargo, la atención de los inversores se centraba en los ajustes que se podían anunciar en el QE. Oficialmente, el QE se mantendrá hasta marzo de 2017, pero todo apunta a que este se alargará. Las incógnitas eran, y siguen siendo, hasta cuándo y con qué instrumentos. Concretamente, Mario Draghi declaró que el CG no había debatido una eventual ampliación del programa, pero reconoció que seguía evaluando posibles ajustes para asegurar una implementación apropiada hasta marzo de 2017, o más allá si fuera necesario. También apuntó que considera poco probable una interrupción abrupta de las compras de activos. Finalmente, señaló que otro elemento que puede influir en la decisión de ampliar el QE es la actualización de las previsiones económicas que el BCE realizará en diciembre. Los mercados siguen manteniendo como escenario base una prórroga del programa, sin embargo, hay mucha incertidumbre sobre el cómo se hará y hasta qué plazo. En este contexto, la próxima reunión del CG, prevista para el 8 de diciembre, está marcada en negrita en las agendas de todos los analistas y operadores de mercados y, sea cual sea la decisión que tome el BCE, esta deberá ser expli-

Principales bolsas internacionales

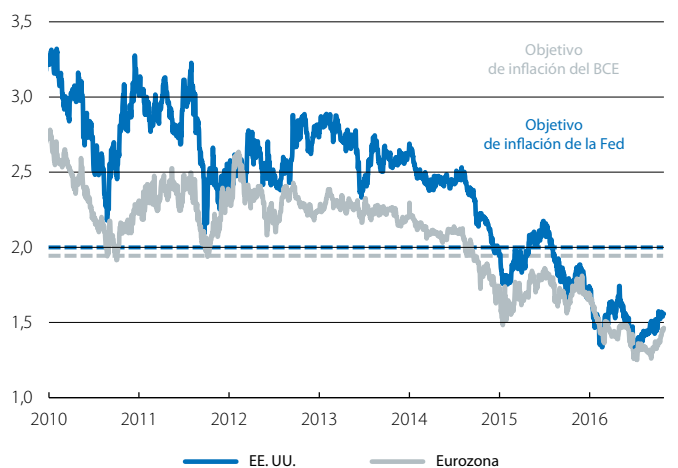
Índice (100 = enero 2016)



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

Expectativas de inflación: * EE. UU. y eurozona

(%)

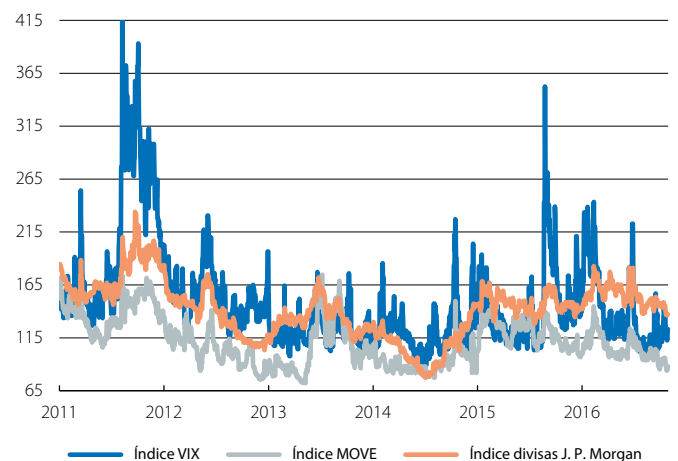


Nota: * Swaps de inflación, expectativas a cinco años dentro de cinco años.

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

Volatilidad implícita: renta variable, deuda pública y divisas

Índice (100 = enero 2007)



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

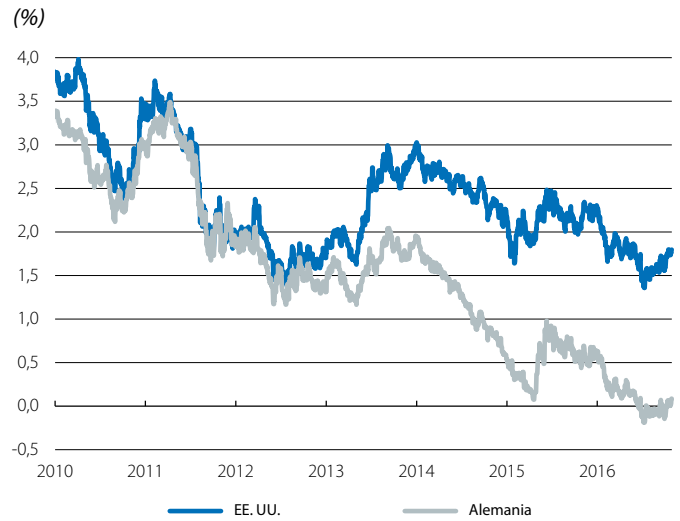
cada con toda clase de detalles si no quiere mermar su credibilidad y generar un nuevo repunte de la volatilidad.

En cambio, la Fed está preparando con antelación y acierto al mercado para la próxima subida de tipos en diciembre. Los vientos están soplando a favor de la Fed, ya que el conjunto de indicadores respalda la próxima subida de tipos. Tanto los indicadores de actividad como los de precios apuntan a que la trayectoria ascendente de la inflación se mantendrá en los próximos meses y ello ha ayudado a que las expectativas de inflación se hayan recuperado notablemente en las últimas semanas. Ante estos indicadores, la Fed está dejando que el mercado incorpore, en las valoraciones de los activos, que la próxima subida de tipos se efectuará en el mes de diciembre. Además, el mercado también ha incorporado en las valoraciones una mayor tolerancia de la Fed a un eventual repunte de la inflación. Todo ello está impulsando las rentabilidades de la deuda soberana al alza. El retorno del bono estadounidense a 10 años aumentó 23 p. b. en octubre, hasta el 1,83%. La recuperación del mercado monetario también está siendo notable, aunque en este caso parte del aumento de las rentabilidades también se debe a ciertos ajustes técnicos en el funcionamiento de dicho mercado. Como es habitual, el cambio de expectativas respecto a la actuación de la Fed también está dejando huella en los activos de la eurozona, con alzas en las rentabilidades de la renta fija y el mercado monetario europeo, aunque de menor magnitud. Por ejemplo, el bono alemán a 10 años se situó en el 0,16% mientras que el euríbor a 12 meses ascendió hasta el -0,07%. La contrapartida ha sido la menor valoración de los índices de renta fija, en particular, los de vencimientos más largos. En EE. UU. y en la eurozona, los índices de bonos soberanos con un vencimiento entre 1 y 10 años han perdido, en promedio, un 0,65% el último mes, y los de vencimientos superiores a 10 años, más sensibles a los cambios de los tipos de interés, han descendido un 4%.

La renta variable se beneficia de la mejora del entorno macro y la buena campaña de resultados. Respecto a este último factor, cabe decir que, en general, los resultados de las principales empresas estadounidenses y europeas están sorprendiendo en positivo. Concretamente, los beneficios de las 276 compañías del S&P 500 que han publicado sus cuentas registraron una subida del 3,4% interanual. En Europa, donde cerca de la mitad de las empresas del Eurostoxx han reportado sus resultados del 3T, los beneficios subieron un 33%, gracias, sobre todo, a la fuerte mejora en el sector del consumo y al buen desempeño del sector bancario. Así, el Eurostoxx avanzó un 1,1% en el mes de octubre. La mejora de la rentabilidad del sector bancario se debe, en gran medida, a la mayor pendiente que están tomando las curvas soberanas, ya que ello se espera que tenga un impacto positivo en los márgenes del sector. Así, el subíndice bancario del S&P 500 anotó un avance del 4,7% en el mes de octubre, mientras que el homólogo europeo registró un aumento del 12,8%.

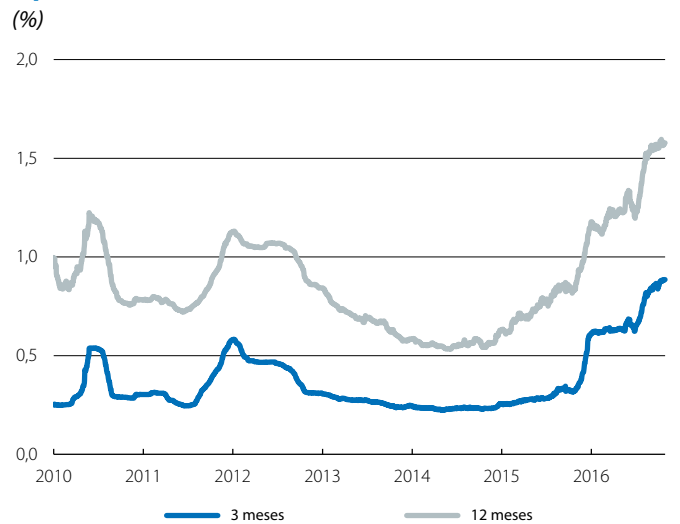
El mercado crediticio se mantiene estable. Esta dinámica se observa a ambos lados del Atlántico y en las distintas clases de activos. Por ejemplo, las primas de los CDS, tanto las de

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



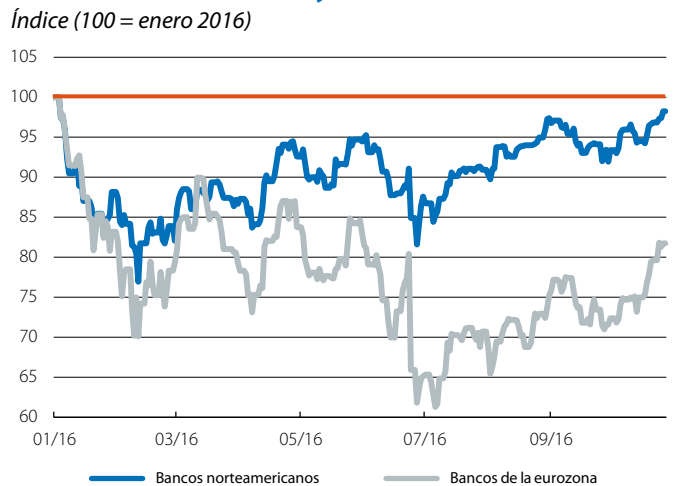
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos interbancarios: líbor en dólares



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

Sector bancario: EE. UU. y eurozona



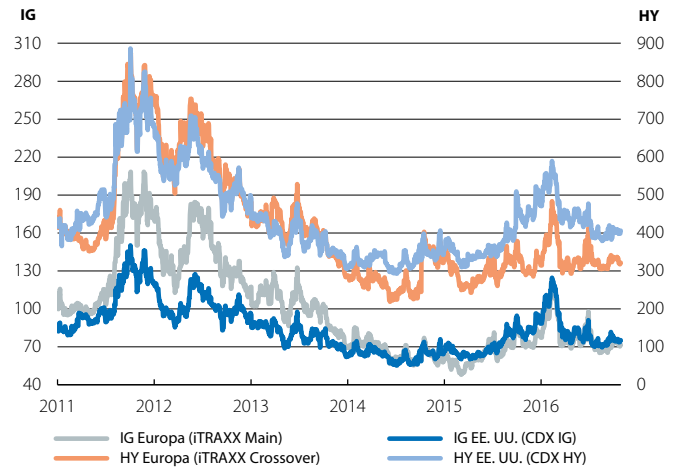
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

deuda corporativa con calificación de inversión (IG) como la especulativa, han efectuado movimientos laterales sin presentar grandes fluctuaciones. Sin lugar a dudas, uno de los principales elementos de fondo que sostiene este patrón es la creencia de que la política monetaria de los principales bancos centrales se mantendrá muy acomodaticia durante un largo periodo de tiempo. En este contexto, uno de los elementos que ha sorprendido en los últimos meses es el freno en el ritmo de emisiones en euros. Ello se achaca, en parte, al repunte de la incertidumbre política en la eurozona y, por tanto, se percibe como un fenómeno temporal, ya que la política monetaria del BCE seguirá siendo muy acomodaticia en los próximos trimestres. Sin embargo, más allá de las condiciones financieras favorables, la pieza que sigue faltando para que el mercado de crédito despegue de forma sostenida es una recuperación más vigorosa de la inversión empresarial, que hasta la fecha se está mostrando más tímida de lo que es habitual. En este sentido, destaca la buena evolución que ha tenido en EE. UU. en el 3T, con un crecimiento del 0,3% intertrimestral en términos reales, una cifra que ha levantado cierto ánimo en el mundo inversor.

Los mercados emergentes se toman un respiro en su escalada. El índice MSCI Emerging Markets solo avanzó un 0,2% en octubre, pero desde enero hasta octubre de este año ya acumula un aumento del 14%. Como se describe con detalle en el Focus «Bolsas de países emergentes: el turno de los factores internos» del presente *Informe Mensual*, dos factores están impulsando los mercados emergentes. Por un lado, el mantenimiento de una política monetaria más expansiva por parte de la Fed (respecto a lo que se esperaba hace unos meses). El segundo factor es la mejora de las condiciones macroeconómicas. Así, el primer factor se espera que deje de sumar en los próximos meses. De hecho, las *yields* soberanas de los principales países emergentes han experimentado un leve repunte en las últimas semanas, y probablemente también la mostrarán las *yields* de los bonos corporativos en los próximos meses, aunque de momento se han mantenido estables. Así, la gran incógnita es si el segundo factor podrá tomar el relevo. Según las previsiones de CaixaBank Research, y del conjunto de analistas, ello debería ser así, pero los riesgos son elevados. En cualquier caso, es preciso recordar que, en la actualidad, el bloque emergente es muy heterogéneo. En el flanco débil encontramos a países como Brasil y Rusia, que se mantienen en recesión, aunque ya empiezan a ver la luz al final del túnel. China se encuentra en un punto intermedio, inmersa en el proceso de cambio de modelo productivo, que conlleva una gradual desaceleración del crecimiento, pero los riesgos de fondo siguen siendo de primera magnitud (*boom* inmobiliario, deuda corporativa...). En el extremo positivo se encuentra la India, que mantiene un ritmo de crecimiento envidiable, superior al 7%.

Europa y EE. UU.: primas CDS por grado crediticio

(p. b.)

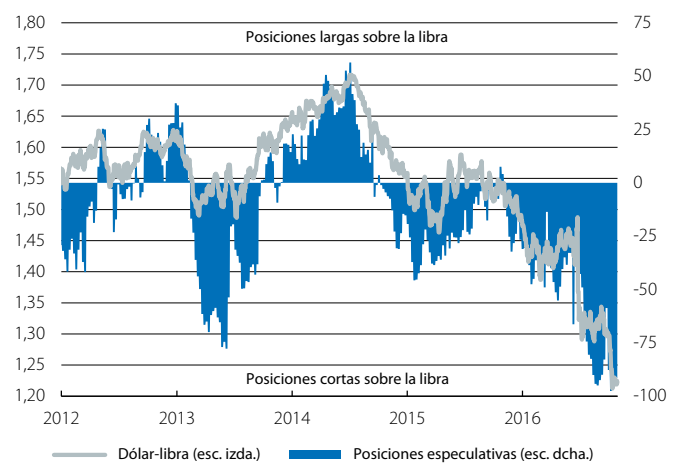


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas: posiciones especulativas sobre el cruce dólar-libra

(Dólares por euro)

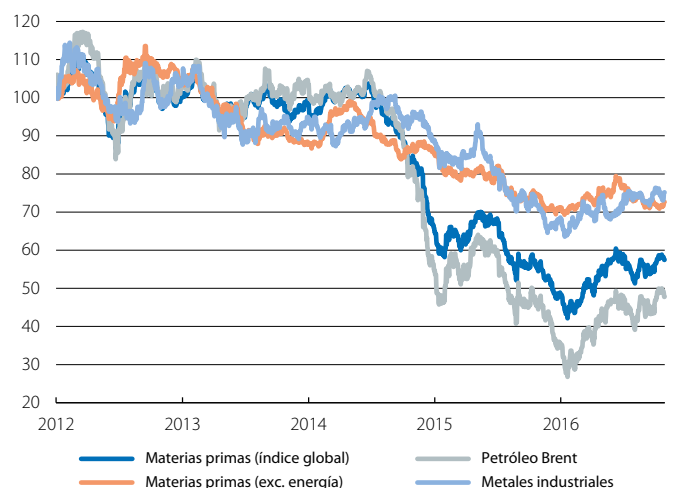
(Miles de contratos)



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

Materias primas

Índice (100 = enero 2012)



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