

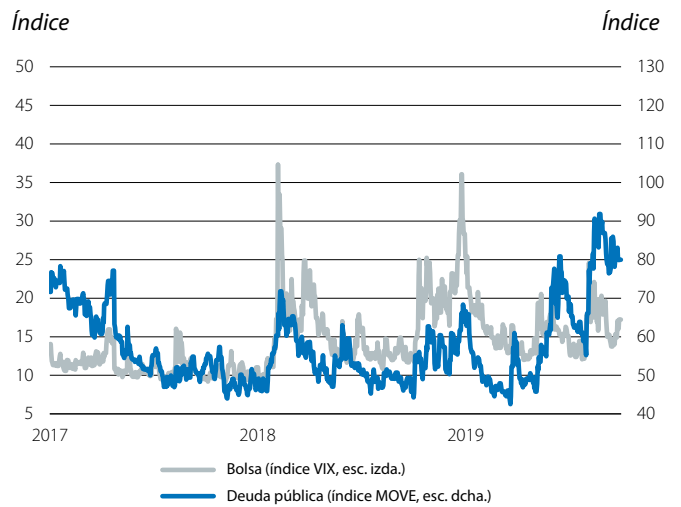
## Los bancos centrales toman las riendas

**Los mercados cierran con sosiego un trimestre turbulento.** Tras un verano de volatilidad, protagonizado por caídas bursátiles y descensos en los tipos de interés soberanos, septiembre se caracterizó por una recuperación del tono en los mercados financieros. Los principales catalizadores de esta mejoría fueron el anuncio formal de la reanudación de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, y las medidas acomodaticias de los principales bancos centrales (con un recorte de tipos de la Fed y un nuevo paquete de estímulo del BCE). Así, la aversión al riesgo, que había imperado durante gran parte de julio y agosto, cedió su presión sobre la mayoría de activos y dio pie a una recuperación cautelosa de las bolsas y de los tipos de interés soberanos. Tan solo en la parte final del mes, la concurrencia de varios eventos puntuales de naturaleza geopolítica (como los ataques con drones a la mayor refinería de Arabia Saudí) y la publicación de algunos indicadores económicos algo decepcionantes, principalmente en la eurozona, avivaron el nerviosismo de unos mercados que siguen susceptibles a las declaraciones políticas, los mensajes de los bancos centrales y la incertidumbre sobre la desaceleración de la economía global.

**La Fed baja los tipos de interés en respuesta a las fuentes de riesgo.** En su reunión de septiembre, la institución monetaria de EE. UU. recortó los tipos de interés en 25 p. b. (hasta el intervalo 1,75%-2,00%) y respaldó su decisión en unas presiones inflacionistas contenidas y en la persistencia de los riesgos sobre el escenario (principalmente, la incertidumbre sobre las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China y la moderación de la actividad global). Al igual que en la reunión de julio, la decisión no fue unánime y los presidentes de las Fed regionales de Kansas y Boston votaron a favor de mantener los tipos, mientras que el de la Fed de St. Louis defendió un recorte de 50 p. b. Esta división se reflejó, también, en la senda de tipos de interés esperada de cara a los próximos trimestres: en concreto, el llamado *dot plot* muestra que 7 de sus miembros apuntan a un nuevo recorte antes de terminar el año, mientras que los 10 restantes se encuentran divididos entre mantenerlos o volverlos a subir. Respecto al cuadro macroeconómico, tanto la descripción del escenario económico como las nuevas proyecciones de actividad para el próximo año se mantuvieron favorables y sin cambios destacables, aunque los miembros de la Fed remarcaron la debilidad percibida en la inversión privada y en el sector exterior. Por otro lado, la Fed de Nueva York realizó varias inyecciones de liquidez en el sistema interbancario, por primera vez en más de 10 años, ante el repunte en los tipos de interés interbancarios a muy corto plazo. El drenaje paulatino de las reservas que los bancos domésticos depositan en la Fed, fruto de la disminución del tamaño del balance de la Reserva Federal durante los últimos meses, provocó tensiones de liquidez en las jornadas en las que las empresas debían hacer frente a las obligaciones tributarias.

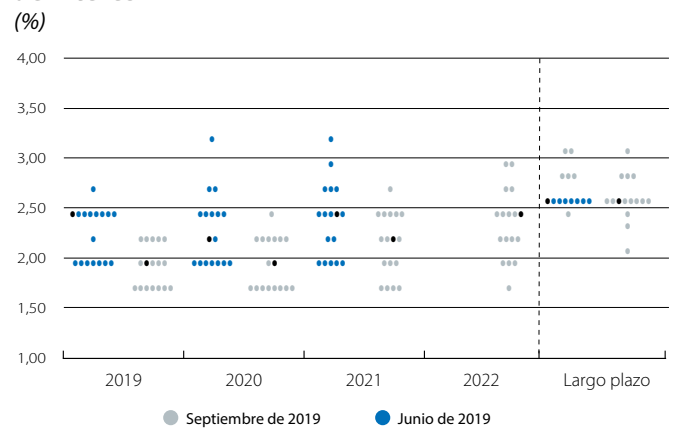
**El BCE relanza el estímulo monetario.** En respuesta a un escenario económico más alicaído en la eurozona, en su última reu-

### Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

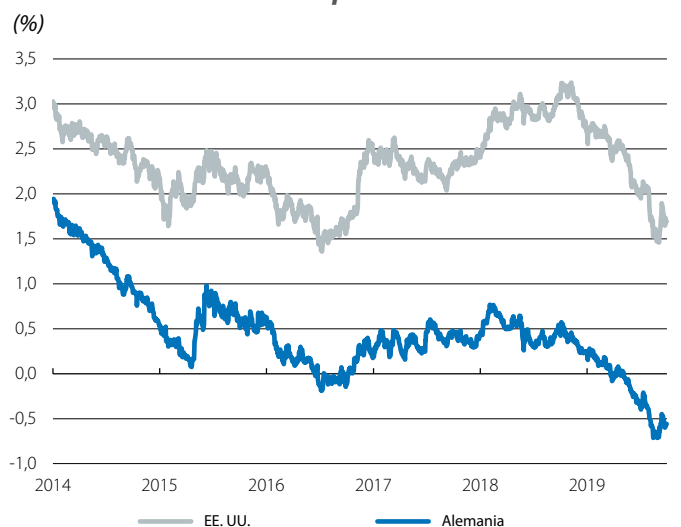
### Reserva Federal: evolución esperada de los tipos de interés



Nota: Cada punto representa un votante del Comité Federal del Mercado Abierto de la Reserva Federal. El votante mediano está marcado en color negro.

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

### Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



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

nión el BCE oficializó el nuevo programa de estímulos monetarios que había preanunciado en la reunión de julio. Las nuevas medidas consistieron en el recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito de 10 p. b. (hasta el -0,50%), y la reanudación de las compras netas de activos (que habían finalizado el pasado diciembre) a partir de noviembre a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros. Además, con el fin de reducir los posibles efectos adversos de la extensión del entorno de tipos bajos en el sistema financiero, el BCE mejoró el atractivo de las inyecciones de liquidez (TLTRO- III) extendiendo el plazo y reduciendo el coste, y anunció un sistema de *tiering* (solo una parte del exceso de liquidez depositado en el BCE estará gravada al tipo de depósito). Por último, el BCE no indicó una fecha orientativa para el final del programa (como sí había hecho en ocasiones anteriores) y sugirió que el entorno de tipos bajos prevalecerá hasta ver señales claras de recuperación de la inflación. No obstante, algunas decisiones (como las compras de activos) no contaron con el apoyo unánime del Consejo de Gobierno y algunas informaciones llegaron a relacionar este hecho con la dimisión de Sabine Lautenschläger, días después.

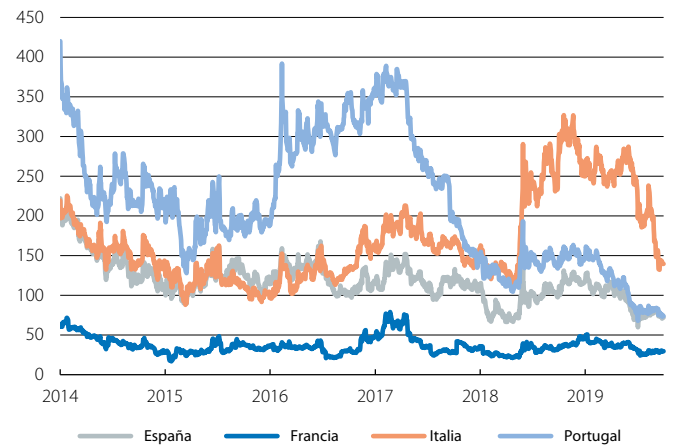
**Los tipos soberanos flexionan al alza.** A pesar de que los bancos centrales adoptaron un tono más acomodaticio, las cotizaciones financieras reflejaban la expectativa por parte de los inversores de un mayor estímulo, por lo que en respuesta a las reuniones de la Fed y el BCE los tipos de interés soberanos deshicieron parte del descenso experimentado durante el verano, con alzas de hasta 17 p. b. en EE. UU. y de 13 p. b. en Alemania. No obstante, los tipos se mantienen en mínimos de los últimos años, mientras que las primas de riesgo de la periferia de la eurozona se comprimieron de manera generalizada. También contribuyeron en este sentido la mejora de la valoración crediticia por parte de la agencia de *rating* Standard & Poor's de España (alza del *rating* de A- a A) y Portugal (*rating* estable en BBB, pero mejora de la perspectiva) y la buena aceptación por parte de los inversores de la nueva coalición de Gobierno en Italia.

**Las bolsas se recuperan tras el verano.** A las decisiones de los bancos centrales, se unió un tono más conciliador en las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, que contrastaron con la escalada de estas en agosto. Estas circunstancias, en un mes sin grandes noticias empresariales, favorecieron la recuperación del apetito por el riesgo y las principales bolsas en las economías desarrolladas y emergentes cerraron el mes con alzas generalizadas (S&P 500 de EE. UU. +1,7%, Eurostoxx 50 +4,2% y MSCI Emergentes +1,7%).

**Las tensiones geopolíticas encarecen el petróleo.** El ataque con drones a la mayor refinería de Arabia Saudí, que dañó cerca del 50% de la capacidad productiva del país, provocó un repunte fuerte, pero breve, del precio del petróleo en septiembre. En concreto, inicialmente los temores a un posible descenso de oferta llegaron a encarecer el barril un 20%, situándolo por encima de los 68 dólares. Sin embargo, las declaraciones del Gobierno saudí asegurando una rápida recuperación de la capacidad productiva y la amplia disponibilidad de reservas de crudo en EE. UU. y la mayoría de las economías avanzadas calmaron los ánimos de los inversores y favorecieron la moderación de los precios hasta niveles cercanos a los 60 dólares.

**Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años**

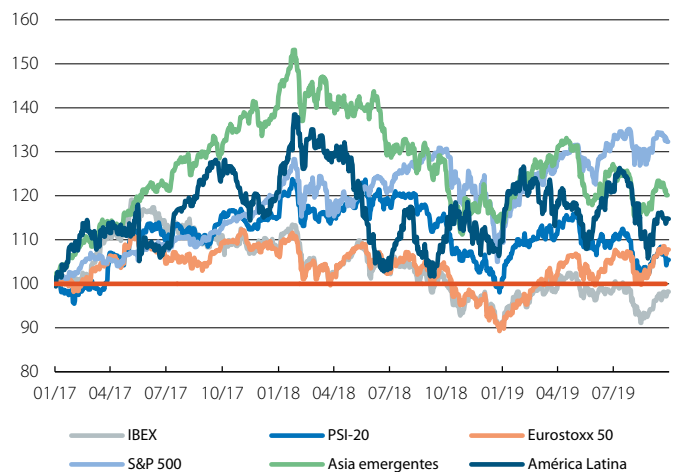
(p. b.)



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

**Principales bolsas internacionales**

Índice (100 = enero 2017)



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

**Precio del petróleo Brent**

(Dólares por barril)



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