

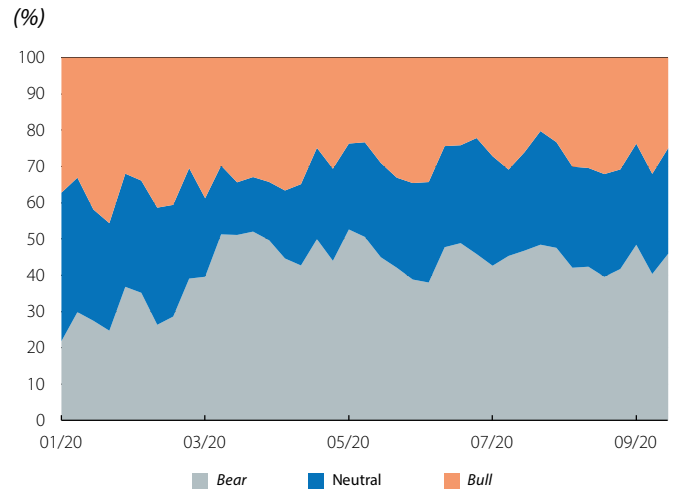
## Los mercados financieros dejan atrás el optimismo del verano

**El sentimiento inversor vuelve a inclinarse por la aversión al riesgo.** Tras un verano en el que los inversores se mostraron optimistas ante la reactivación de la actividad y el apoyo de las políticas económicas, en septiembre el ánimo se giró. El aumento de casos de COVID-19, una recuperación económica menos vigorosa y la falta de acuerdo en el Congreso de EE. UU. respecto a una nueva ronda de estímulo fiscal mermaron el apetito por el riesgo y pesaron sobre los activos más vinculados al ciclo económico. Así, los principales índices bursátiles registraron caídas generalizadas y los precios de las materias primas descendieron, mientras que la demanda de activos refugio (como el dólar, el yen japonés o la deuda soberana alemana y estadounidense) aumentó. Con todo, la volatilidad de los mercados financieros es ahora mucho más moderada de lo que llegó a serlo en marzo y abril, en parte gracias a la continuidad del apoyo de los principales bancos centrales. Sin embargo, en un entorno macroeconómico y financiero muy exigente y dominado por la evolución de la pandemia, la volatilidad permanece en niveles más tensionados que los previos al estallido de la pandemia, sobre todo en los mercados de renta variable y divisas.

**Las bolsas registran pérdidas que no se habían visto desde marzo.** En este contexto de aversión al riesgo y menor presencia del optimismo entre los inversores, los principales índices bursátiles internacionales descendieron de forma generalizada y frenaron la recuperación iniciada en abril. La caída fue especialmente notoria en EE. UU., donde meses antes las cotizaciones de los sectores vinculados a la tecnología y al comercio electrónico se habían situado en niveles inusualmente elevados. Así, en septiembre, la corrección en las cotizaciones de las principales empresas de estos sectores lastró al S&P 500, que registró su primer mes con pérdidas desde marzo. En la eurozona, las caídas fueron menores, pero hubo una disparidad significativa entre regiones. Mientras que la caída en Alemania fue cercana al 1%, en la periferia los índices cayeron entre un 3% y un 5%. Por su parte, en las economías emergentes, la renta variable también sufrió pérdidas generalizadas aunque, como viene siendo habitual desde que la COVID-19 llegó a América Latina, el retroceso en los índices latinoamericanos fue superior al registrado en Asia.

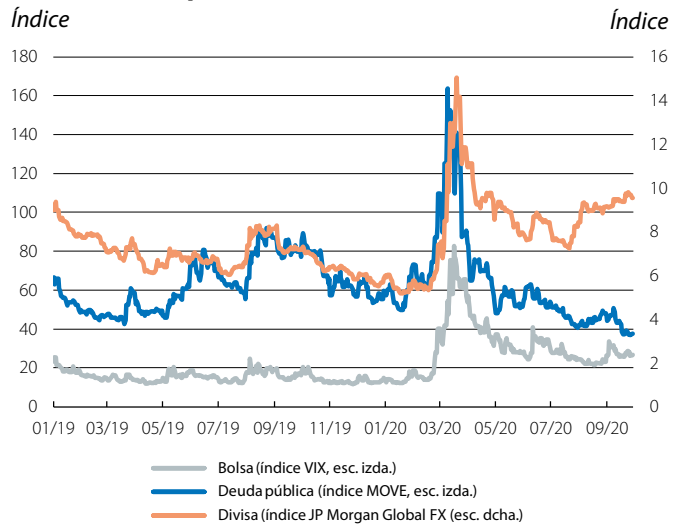
**El dólar vuelve a fortalecerse y el euro frena su ascenso.** Si en verano las principales divisas habían ganado terreno frente al dólar estadounidense, en septiembre el enturbiamiento del sentimiento inversor propició una apreciación de las divisas consideradas como valor refugio. Así, el dólar se fortaleció un 2% frente a una cesta de las principales divisas y el yen japonés se apreció incluso en su cruce frente al dólar. En cambio, las divisas de las economías emergentes se debilitaron de forma generalizada: las que más sufrieron fueron el rublo ruso y, como ya pasara en julio y agosto, la lira turca. En este caso, los mercados desequilibrados macroeconómicos y la falta de confianza de los inversores en la capacidad de las autoridades turcas para revertir la crisis económica llevaron el tipo de cambio a nuevos mínimos históricos frente al dólar. El euro, por otro lado, deshi-

### EE. UU.: sentimiento del mercado



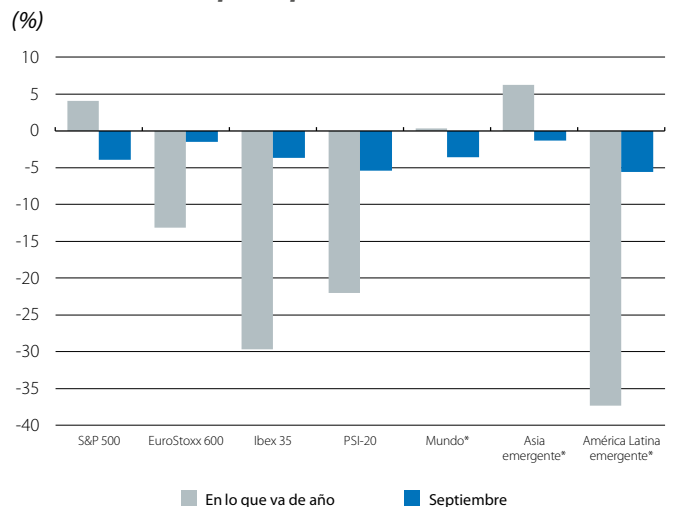
**Nota:** Porcentaje de inversores que responden a la encuesta de American Association of Individual Investors sobre su sentimiento: optimista (bull), pesimista (bear) o neutral.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

### Evolución de los principales índices bursátiles



**Nota:** \* Índices MSCI.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

zo parte del avance que registraba desde principios de julio, cuando el Consejo Europeo había aprobado definitivamente el estímulo fiscal del Next Generation EU, y se situó por encima de los 1,17 dólares por euro.

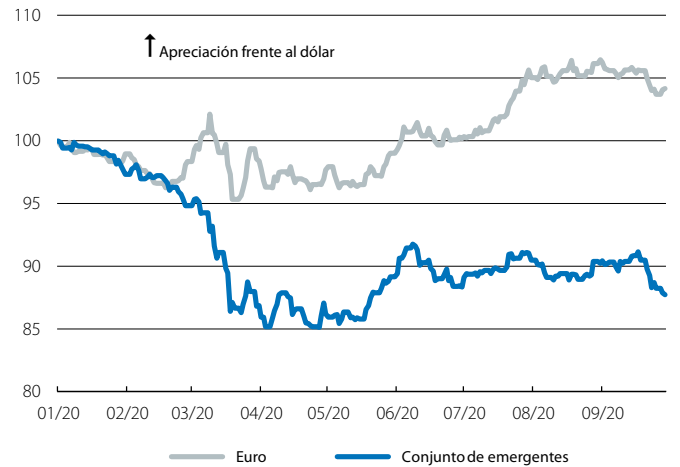
**El BCE mantiene el rumbo fijado en junio.** La reunión de septiembre del BCE transcurrió sin grandes anuncios y el Consejo de Gobierno (CG) reiteró la intención de ofrecer unas condiciones financieras acomodaticias para apoyar la recuperación económica de la eurozona. Esta continuidad responde a un desempeño de la actividad en los últimos meses acorde con las proyecciones del BCE. En este sentido, la presentación de sus nuevas previsiones macroeconómicas no reflejó grandes cambios, si bien tanto el descenso del PIB previsto para 2020 como el rebote en 2021 son ahora más moderados. Sobre la evolución de los precios, Lagarde señaló que no hay riesgo de deflación en la eurozona, aunque las presiones desinflacionistas dominen el escenario. En particular, la presidenta del BCE traslució inquietud (pero también disparidad de opiniones entre los miembros del CG) por el impacto sobre la inflación que puede tener la apreciación del euro de los últimos meses. Con todo, Lagarde aseguró que el BCE utilizará la totalidad del PEPP (1,35 billones de euros) antes de junio de 2021 y que está dispuesto a ofrecer estímulos monetarios adicionales en caso de que sea necesario.

**La Reserva Federal ajusta la comunicación a su nueva estrategia.** Después de haber recalibrado sus objetivos de inflación y empleo el pasado mes de agosto (véase el Focus «[La nueva estrategia de la Fed](#)» en este mismo *Informe Mensual*), la Fed modificó la orientación sobre la primera subida de los tipos de interés para que fuera coherente con el nuevo marco. Ahora, tras la reunión de septiembre, la Fed asegura que los tipos se mantendrán en el nivel actual al menos hasta que se alcance el pleno empleo, la inflación se encuentre en el 2% y esté en camino de situarse moderadamente por encima de este nivel por un tiempo. De acuerdo con el nuevo cuadro macroeconómico, esta primera subida de tipos no se produciría hasta por lo menos 2024. Las nuevas previsiones de la Fed indican también que sus miembros esperan ahora un mejor desempeño de la actividad, aunque Jerome Powell continuó enfatizando los riesgos negativos. El presidente de la Fed reiteró que el escenario económico es muy exigente, que la evolución de la pandemia marcará el ritmo de la recuperación y que la Fed actuará con todas sus herramientas si fuese necesario.

**Los tipos soberanos se mantienen en niveles muy bajos.** La política monetaria excepcionalmente acomodaticia que están ofreciendo tanto el BCE como la Fed sitúa los tipos de interés soberanos de EE. UU. y Alemania en niveles muy bajos. Asimismo, durante el mes de septiembre, el aumento de la aversión al riesgo hundió más si cabe los tipos soberanos considerados refugio y el *treasury* estadounidense y el *bund* alemán cayeron 2 y 13 p. b., respectivamente. Por otro lado, las primas de riesgo de la periferia de la eurozona se estrecharon, lo que permitió que los tipos de interés soberanos de España, Italia y Portugal se situaran alrededor de los niveles prepandémicos. En España, esto sucedió pese a que S&P Ratings modificó la perspectiva económica del *rating* soberano de estable a negativa, manteniendo la nota crediticia en A (uno y dos escalones todavía por encima de Fitch y Moody's, respectivamente).

**Divisas internacionales frente al dólar**

Índice (100 = 1 enero 2020)



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

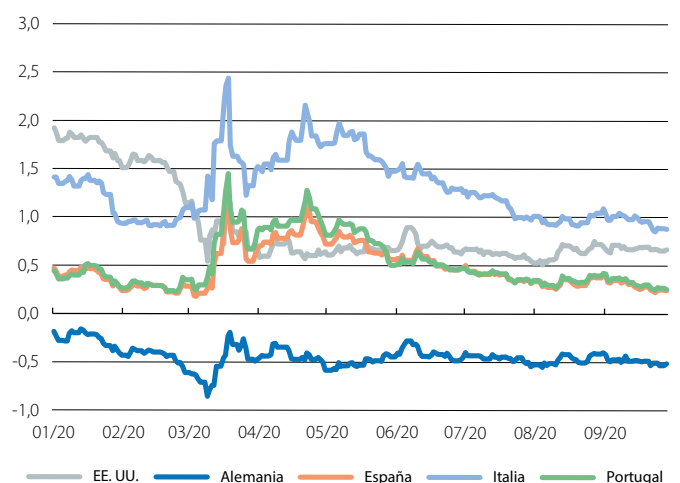
**Previsiones macroeconómicas del BCE y la Reserva Federal**

	2020	2021	2022
<b>BCE</b>			
PIB	-8,0 (-8,7)	5,0 (5,2)	3,2 (3,3)
Inflación	0,3 (0,3)	1,0 (0,8)	1,3 (1,3)
<b>Reserva Federal</b>			
PIB	-3,7 (-6,5)	4,0 (5,0)	3,0 (3,5)
Inflación	1,2 (0,8)	1,7 (1,6)	1,8 (1,7)
Tasa de desempleo	7,6 (9,3)	5,5 (6,5)	4,6 (5,5)
Tipo de interés oficial	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)

Notas: Entre paréntesis, previsiones de las reuniones de junio. Para el BCE, mostramos el escenario base. Para la Fed, se muestra la mediana de los miembros del FOMC y se refiere a la variación interanual del 4T del año correspondiente.

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

**Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años (%)**



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