

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES EN 2018: ¿BUEN ANIVERSARIO?

International Financial Markets in 2018: Good Anniversary?

Dra. Mercedes García Ruiz
Centro de Investigaciones de Economía Internacional
mercygarcia.ruiz@gmail.com

.....

Recibido: Febrero 2019
Aceptado: Marzo 2019

.....

Resumen

En el 2018 la volatilidad repuntó y las condiciones financieras se hicieron más duras en un entorno de mayores tensiones geopolíticas y comerciales, y de retirada de los estímulos de política monetaria. Fue un año caracterizado por: fuerte inestabilidad bursátil; alza gradual de las primas de riesgo para los activos corporativos; aumentos intermitentes en el riesgo soberano de la periferia de la eurozona y de los mercados emergentes; apreciación del dólar frente a las principales divisas y, especialmente las emergentes; y fuga de capitales en estos últimos países. En resumen, fue un período de mucha incertidumbre y de acumulación de riesgos que podrían atentar seriamente contra la estabilidad financiera internacional en el corto plazo.

Palabras claves: Mercados financieros, bancos, divisas, mercados emergentes, política monetaria, riesgos.

Abstract

In 2018, volatility rebounded and financial conditions became tougher in an environment of greater geopolitical and commercial tensions, and withdrawal of monetary policy stimuli. It was a year characterized by: strong stock market instability; gradual increase in risk premiums for corporate assets; intermittent increases in sovereign risk in the periphery of the eurozone and emerging markets; appreciation of the dollar against the major advanced currencies and, especially the emerging ones; and capital flight in these last countries. In short,

it was a period of great uncertainty and accumulation of risks that could seriously threaten international financial stability in the short term.

Key words: Financial markets, banks, foreign exchange, emerging markets, monetary policy, risks.

Introducción

En contraste con el 2017 que estuvo marcado por una dinámica positiva en los mercados financieros internacionales gracias al buen desempeño de las economías desarrolladas y emergentes, y al optimismo sobre la continuidad de políticas monetarias de sesgo expansivo por parte de los más importantes bancos centrales, el 2018 fue un año en el que la volatilidad financiera repuntó, las primas de riesgo, soberanas y corporativas, experimentaron alzas y hubo numerosas correcciones bursátiles. (Caixabank, 2018a)

Desde inicios del año se avizoraron síntomas de inestabilidad en los mercados accionarios cuando luego de significativas revalorizaciones de los principales índices estadounidenses, europeos y de economías emergentes durante el mes de enero, la bolsa de New York (Wall Street) cayó en la primera semana de febrero en niveles porcentuales no vistos desde el 2011 y a continuación, mercados bursátiles asiáticos y en Londres, París y Frankfurt, registraron cuantiosas pérdidas. Las turbulencias comenzaron tras la publicación por el Departamento de Trabajo de las cifras de empleo en Estados Unidos (EEUU) que hicieron que se disparase la alerta de inflación y de ritmos superiores en el incremento de los intereses. Adicionalmente, el cambio por esas fechas del presidente en la Reserva Federal (FED) exacerbó las dudas de los inversionistas acerca de la continuidad de la política de la institución y alimentó el desplome bursátil. (Caixabank, 2018b)

Tal como vaticinaron el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y numerosas entidades bancarias, el escenario monetario financiero sufrió cambios en el 2018 debido a una serie de factores que, en diferentes grados, afectaron a los mercados. Se distinguen entre ellos: el creciente endeudamiento de sectores públicos y privados, la emergencia del proteccionismo estadounidense y una menor inversión empresarial; y en el caso específico de los mercados emergentes un elemento muy relevante fue el incremento de los intereses en EEUU dada su fuerte incidencia en el flujo de capitales y las cotizaciones monetarias de esas naciones. Otros riesgos importantes fueron los asociados a los procesos electorales que tuvieron lugar en varios países latinoamericanos como Brasil y México, el deterioro de la situación financiera en Argentina y Turquía, y la falta de acuerdos razonables para el Brexit. (Bankia, 2018a)

En general, aunque el panorama macroeconómico global continuó siendo alentador, el clima que prevaleció en los mercados financieros no lo fue y el balance de riesgos minó la confianza de inversionistas que probablemente, percibieron que: el crecimiento de la economía mundial “tocaba techo” tras una expansión tan prolongada; los tipos de

interés en EEUU ya estaban casi superando sus niveles neutrales; se aproximaba el cierre de la expansión cuantitativa en la zona euro; las tensiones fiscales en Italia no cedían; el Brexit seguía sin definirse; y las expectativas de crecimiento del gigante asiático se verían frustradas por la escalada proteccionista estadounidense y la fragilidad del sector financiero por la excesiva expansión del crédito interno. (Bankia, 2018b)

Con ese “cóctel” de riesgos no resultó sorprendente lo acontecido en los mercados financieros en 2018, año en el que casualmente se cumplió una década de la caída del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers, suceso con el que muchos analistas asocian el inicio de la última gran crisis financiera que vivió la economía mundial.

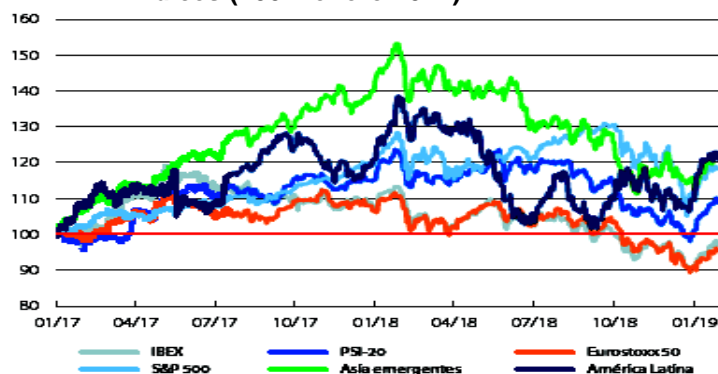
Mercados financieros internacionales: La volatilidad al acecho.

A pesar del clima macroeconómico favorable que prevalecía a nivel global, a inicios del año comenzó un proceso paulatino de deterioro de las condiciones financieras, y los niveles de volatilidad superaron al promedio observado en el 2017. Ya en abril la dinámica bursátil era muy inestable con caídas apreciables tanto en economías desarrolladas como en mercados emergentes, y las expectativas negativas respecto al rumbo de la política monetaria en las economías centro del sistema monetario, la emergencia del proteccionismo y la presencia de no pocas tensiones de tipo geopolítico avivaban la volatilidad del mercado de renta fija y variable. (Caixabank, 2018c,d,e; Caixabank, 2019a,b)

En el transcurso del primer semestre la escenario no cambió y a medida que cobraron fuerza las tensiones vinculadas a la situación financiera de Turquía y Argentina, las dudas sobre la solidez del crecimiento en China, el conflicto comercial entre esa nación y los EEUU, y el endurecimiento de la política monetaria de la FED, muchas bolsas emergentes de Asia y Latinoamérica arrojaban pérdidas¹. Paralelamente, los principales mercados europeos se hicieron eco, aunque de manera dispar, de las turbulencias derivadas de la situación fiscal en Italia, la indefinición del Brexit y los propios problemas de las economías emergentes, exhibiendo importantes retrocesos a mediados de año entre los que se destacan los de las bolsas italiana y española, del -8% y 4.7%, respectivamente. La excepción fue Estados Unidos donde la renta variable continuó su tendencia alcista hasta el tercer trimestre y los índices bursátiles alcanzaron máximos históricos. (Caixabank, 2018d,e; Caixabank, 2019a,b; Bankia, 2018c)

¹ En el contexto de severos conflictos comerciales y condiciones financieras más restrictivas, los mercados emergentes protagonizaron en el segundo trimestre del año, caída de índices accionarios, disminución de los flujos de capital y corrientes de inversión de portafolio negativas. (FMI, 2018)

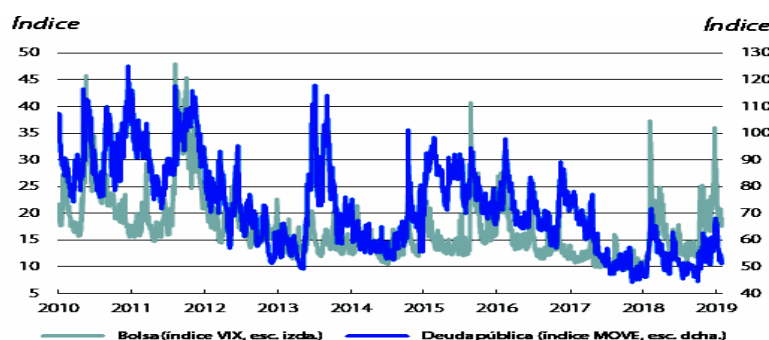
Gráfico No.1
Principales Bolsas Internacionales
Índices (100 = enero 2017)



Fuente: Caixabank, 2019b, p.7

Fueron meses en los que se alternaron sesiones de ganancia con otras de gran incertidumbre y retraimiento en la inversión bursátil; en los que las primas de riesgo tuvieron un movimiento errático con tendencia al alza, y la oscilación de importantes monedas emergentes frente al dólar estadounidense fue muy pronunciada. Todo ello como expresión de mayor volatilidad.

Gráfico No. 2
 Mercados financieros: Volatilidad implícita



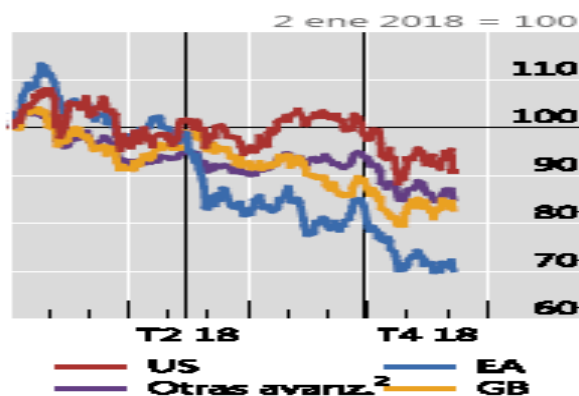
Fuente: Caixabank, 2019b, p.7

A medida que avanzó el año las condiciones financieras continuaron endureciéndose por la apreciación del dólar, la mayor escalada de conflictos comerciales y el cambio gradual de la política monetaria de la FED, pero el impacto de estos factores fue muy desigual entre las naciones desarrolladas, y entre ellas y las economías emergentes. Por ejemplo, pese a las presiones derivadas de un mayor proteccionismo y el alza de intereses, Estados Unidos, siguió disfrutando de un clima bursátil más favorable que el resto de sus homólogos gracias a los fuertes beneficios empresariales sostenidos por la reciente reforma fiscal y el excepcional progreso de las acciones en su sector tecnológico. (BIS, 2018a; Caixabank, 2019; FMI, 2018)

Por el contrario, la zona euro que mantuvo una política monetaria acomodaticia experimentó desplomes bursátiles en el sector bancario y una ampliación de los diferenciales crediticios no solo por las afectaciones que tuvieron los bancos europeos

con fuertes exposiciones en mercados emergentes, sino también por las tensiones entre Italia y la Comisión Europea alrededor de la política fiscal de dicha nación y la incertidumbre alrededor del Brexit.²

Gráfico No.3
Economías desarrolladas: Acciones bancarias

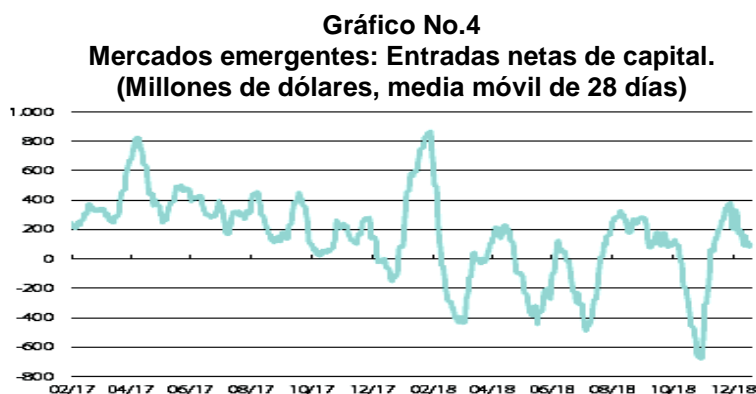


Fuente: BIS, 2018b, p.12

Pero, fueron los mercados emergentes los que sintieron el mayor impacto dada la depreciación de sus monedas, la fuga de capitales y el mayor costo del financiamiento externo al incrementarse las primas de riesgo de sus obligaciones. (BIS, 2018a)

El sentimiento de aversión al riesgo en mercados emergentes que venía manifestándose desde que la FED decidió endurecer las condiciones de liquidez con el retiro del estímulo monetario, se hizo más fuerte con la mayor apreciación del dólar a partir del segundo trimestre del año. Bajo el supuesto real, que un dólar más caro fomenta la vulnerabilidad de los prestatarios, disminuye la rentabilidad de los activos en moneda nacional y trae afectaciones para el comercio exterior y las finanzas internas en las naciones emergentes, las corrientes de capital que hacia ellas se dirigen cayeron bruscamente, e incluso se tornaron en salidas. (FMI, 2008) (Caixabank, 2019a)

² El aumento del riesgo político fue un factor clave para explicar el desplome bursátil que sufrieron bancos de la zona euro entre los meses de mayo y diciembre. El mismo se acrecentó por el enfrentamiento entre la Unión Europea y el Gobierno italiano sobre el proyecto de presupuesto presentado por dicho país para 2019 y también, por la poca certeza acerca de un Brexit sin contratiempos.



Fuente: Caixabank, 2019a, p.14

Hasta septiembre, el proceso que se inició en mayo de pérdidas bursátiles, caída de bonos y depreciaciones monetarias, continuaba y Turquía y Argentina eran ejemplos paradigmáticos del clima de fragilidad imperante entre los mercados emergentes. Varios indicadores fueron muy elocuentes al respecto: El índice bursátil MSCI para el conjunto de los emergentes acumulaba pérdidas de aproximadamente el 10%; el índice de bonos emergentes EMBI reflejaba repunte de los diferenciales de más de 50 puntos básicos; y los índices de divisas emergentes apuntaban una depreciación superior al 10% y en el caso de Turquía y Argentina, del 37% y 55%, respectivamente. (Bankinter, 2018a; Caixa, 2018f; FMI, 2019)



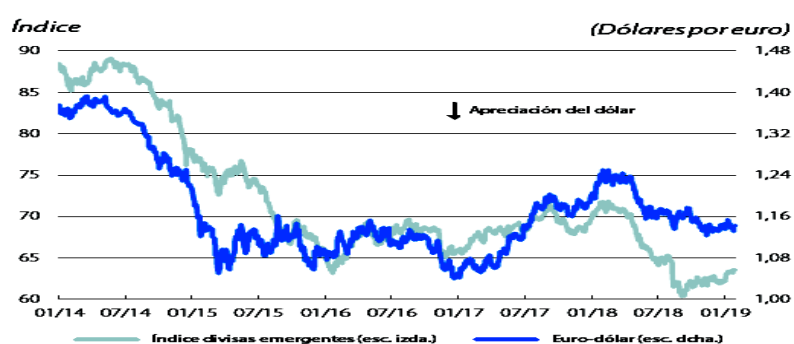
Fuente: Bankinter, 2019, p.29.

En cuanto al mercado de divisas, el año comenzó con un dólar debilitado frente al euro y a otras divisas emergentes, y así se mantuvo durante el primer trimestre. Factores de diversa naturaleza incidieron en dicha tendencia, entre ellos la incertidumbre dominante en torno a la Administración Trump en materia fiscal y comercial, y el mayor apetito de riesgo de los inversores por activos de emergentes y de la zona euro anticipándose al endurecimiento de las condiciones financieras a nivel mundial.³

³ La tendencia a la depreciación del dólar que caracterizó los meses iniciales del 2018 se vio reforzada también por las declaraciones del Secretario del Tesoro norteamericano, Steven Mnuchin, en relación a las ventajas de un dólar débil para fines competitivos.

Ya en el segundo trimestre se revirtió la debilidad del también llamado “billete verde” que se apreció frente a las principales divisas (el euro, la libra esterlina y el yen japonés) y varias monedas de emergentes. Confianza en la economía de EEUU, credibilidad y seguridad de sus activos de renta fija; política abiertamente expansiva y sin perspectivas de cambio en la Unión Monetaria Europea (UME); noticias preocupantes del Brexit e Italia; deterioro de los indicadores económicos fundamentales y el clima político en las naciones emergentes; y otros más de tipo económico y geopolítico, fueron factores explicativos del curso que desde entonces distinguió al dólar en el mercado. (Bankia, 2018c; Caixabank, 2018c)

Gráfico No.6
Tipo de cambio del dólar



Fuente: Caixabank, 2019a, p.9

Hasta mediados de septiembre, el dólar se había fortalecido alrededor de 6% en términos efectivos reales, en correspondencia con la ampliación de los diferenciales de las tasas de interés y de crecimiento esperado de la economía norteamericana. Frente a él cayeron el euro, el yen y la libra esterlina aunque en mucha menor proporción que las monedas de naciones emergentes. (FMI, 2018)

En los últimos meses del año, la decisión de la FED de no detener la progresiva normalización de su política monetaria y la prolongación del diferendo en materia comercial entre China y EEUU, continuaron jugando un papel primordial en la marcha del conjunto de mercados financieros (divisas, bursátiles y crediticios) por el previsible impacto de ambas cuestiones en el crecimiento de la demanda global. Adicionalmente, datos macroeconómicos pocos alentadores y la persistencia de tensiones políticas en la zona euro compulsaron el reajuste de precios de los activos en las principales bolsas del mundo. (Ver Gráfico No.1)

Ni los mercados de valores estadounidenses quedaron al margen de las fuertes oscilaciones que tuvieron lugar en un contexto de pesimismo y aversión al riesgo, y sufrieron en “carne propia” las ventas masivas de activos de riesgo. Las valoraciones de las acciones estadounidenses, encabezadas por las del sector tecnológico, se desplomaron en octubre, oscilaron en noviembre y volvieron a caer en diciembre,

arrastrando consigo al resto de las economías avanzadas y a las emergentes.⁴ (BIS, 2018b; Bankinter, 2019)

En el caso de las economías emergentes, las perspectivas a fines del año seguían siendo inciertas ya que aunque la salida de capitales se había frenado y el proceso de depreciaciones cambiarias aminorado, persistía la amenaza de mayores tasas de interés en los EEUU, la posibilidad de desaceleración del crecimiento en China y una serie de debilidades intrínsecas en países importantes del grupo, como las referidas al sector financiero en China y la India, los elevados déficit en cuenta corriente de Argentina y Turquía, y los fiscales en Brasil.⁵ (Bankinter, 2019; BIS, 2018b)

El cierre del año fue caótico, con una volatilidad, medida por el índice VIX, que alcanzó niveles no vistos desde la corrección de febrero tal como puede observarse en el Gráfico No.2. En el mes de diciembre convergieron la cuarta subida de los tipos de interés de la FED, el fin de la expansión cuantitativa del BCE, pérdidas de las bolsas sin precedentes desde el período crítico 2009-2011, una nueva caída del precio del petróleo y las preocupaciones acerca del cierre del gobierno en EEUU, todo lo cual socavó profundamente la confianza de los inversionistas. (Caixabank, 2019a)

Las políticas de la FED y el BCE: Sin prisas, pero sin pausas.

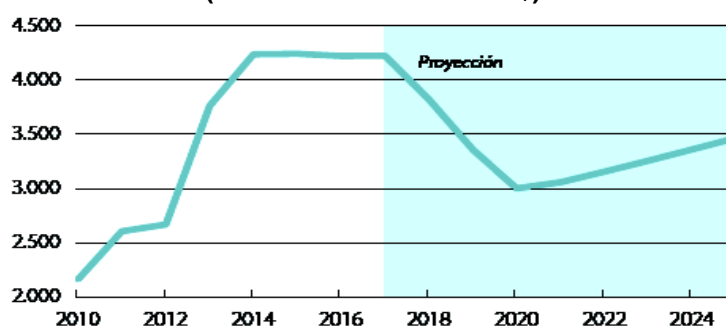
Como es habitual, las políticas monetarias de estas dos grandes entidades financieras estuvieron en el centro de atención de los agentes financieros y marcaron pautas en el comportamiento del mercado. Durante el año que se analiza, ambas mantuvieron el rumbo que se habían marcado desde fechas anteriores al inicio del mismo.

En EEUU continuó el proceso de normalización de la política monetaria, y luego de los tres incrementos de la tasa de interés con un valor acumulado de 75 puntos básicos durante el 2017, la FED realizó cuatro aumentos de los tipos oficiales en 2018 lo que suma un total de siete subidas de interés desde el inicio de la estrategia a fines del 2015. La retirada de estímulos monetarios por parte de la FED se vio ratificada además, con la decisión de comenzar el plan de ajuste del balance de la institución, cuyos activos habían experimentado un notable crecimiento debido al esquema de expansión cuantitativa que se activó para superar la crisis financiera del 2008.

⁴ El índice S&P 500 perdió casi un 10% de su capitalización en octubre y a partir de entonces tuvo un movimiento intermitente (acorde con la confianza de los inversores) hasta principios de diciembre cuando un nuevo brote de volatilidad lo llevó a niveles muy deprimidos. En general se plantea que los mercados de renta variable tuvieron a fines del 2018 retrocesos de alrededor de un 15% en sus principales índices. (BIS, 2018b) (Caixabank, 2019a)

⁵ No obstante, la entrada de capitales, tanto de deuda como accionarios, que tuvo lugar en los meses de octubre y noviembre, fue expresión de una mejoría del sentimiento y la tolerancia al riesgo de los inversores. Además, algunas de estas economías favorecidas con la disminución del precio del petróleo pudieron compensar el impacto negativo de la nueva apreciación del dólar que se produjo en los últimos meses del año. (Caixabank, 2019a)

Gráfico No.7
EEUU: Proyecciones del tamaño del balance de la FED
(Miles de millones de US\$)



Fuente: Caixabank, 2018e, p.12

Desde su primera reunión del año, presidida aún por Yanet Yellen, la FED fue explícita en su decisión de continuar una política de endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias teniendo en cuenta el comportamiento esperado de la inflación a corto plazo, aunque mantuvo por el momento el tipo de referencia en el intervalo de 1,25%-1,50% establecido a finales del 2017.⁶

Las dos primeras alzas se produjeron en el primer semestre del año e implicaron un aumento conjunto de 50 puntos básicos (p.b) de los intereses, ubicándolos en el rango de 1,75%-2,00%, y ya en julio se anunciaba la inminencia de una tercera subida considerando la “buena salud” de la economía en términos de empleo y crecimiento, y las firmes tendencias inflacionistas.⁷ Efectivamente, en la última semana de septiembre, la FED realizó un tercer incremento de 25 p.b que llevó las tasas al intervalo de 2,00%- 2,25%, y reafirmó su intención de proseguir en los próximos meses la línea de incrementos graduales en el costo de los fondos federales y de reducción del balance de la institución si las condiciones macroeconómicas del país así lo permitían. (Caixabank, 2018e,f; Bankia, 2018; BIS, 2018b)

Apenas tres meses después, el 19 de diciembre, y en un contexto de casi pleno empleo y una trayectoria económica muy positiva de la nación estadounidense, tuvo lugar otro incremento de 25 p.b del tipo de interés oficial que lo colocó en el nivel 2,25% - 2,50%. Con esta cuarta elevación la política monetaria se adentró en una etapa menos acomodaticia y más neutral respecto al ciclo de la economía por lo que es probable que la entidad aminore el ritmo de futuras subidas en el 2019

Por su parte, el Consejo de Gobierno del BCE, órgano rector de la política monetaria en la Eurozona, reiteró a inicios del año su decisión de prorrogar el Programa de Compras de Activos o de Expansión Cuantitativa (QE) y de mantener sin cambios las

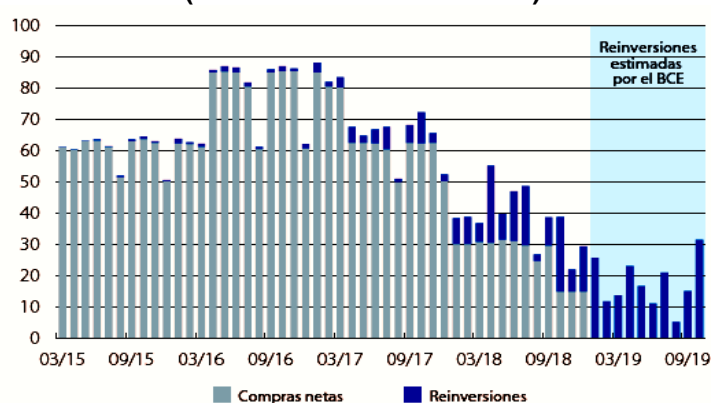
⁶ Janet Yellen dirigió la FED desde febrero de 2014 y bajo su mandato se realizaron las cinco primeras subidas de intereses desde la gran recesión de 2007-2009, y se puso fin a las medidas de política monetaria no convencional con la activación de la estrategia de reducción del balance de la entidad. Fue sustituida por Jerome Powell el 5 de febrero.

⁷ El primer incremento se efectuó el 21 de marzo y situó las tasas en el intervalo 1,50%-1,75%, y el segundo fue el 13 de junio y los ubicó entre 1,75%-2,00%.

tasas de interés oficiales hasta que finalizara el mismo.⁸ No obstante, como se había anunciado en el 2017, en el mismo mes de enero y hasta septiembre, comenzaría la reducción gradual de las compras de 60 000 millones de euros a 30 000 millones mensuales teniendo en cuenta las mejores condiciones macro. (Bankinter, 2018b; Caixabank, 2018b)

La orientación “acomodaticia” de la política quedó clara y así se constató en el transcurso del año. En junio se reforzaron las decisiones tomadas en los meses precedentes respecto a no modificar los intereses antes del último trimestre del 2019 y terminar las compras netas en diciembre, pero el presidente de la entidad, Mario Draghi, recordó que se mantendría la inyección de liquidez mediante la reinversión de los activos a su vencimiento (Caixabank, 2018e; Bankia, 2018c)

Gráfico No.8
BCE: Programa de compra de activos
(Miles de millones de euros)



Fuente: Caixabank, 2018a. p.33

En octubre, tal como fue anticipado meses atrás, las compras netas de activos de redujeron de 30 000 a 15 000 millones de euros y el CG reiteró la política de reinversión de activos tras el fin de las compras, así como la orientación de expectativas respecto a las tasas de interés oficiales a corto plazo.⁹ Terminando el año no se habían producido sorpresas en materia de política pues el proceso de compras culminó el 13 de diciembre como estaba previsto, seguía firme el compromiso de reinversión de los vencimientos para el 2019 y los tipos de interés continuaban en el mismo nivel. (Bankinter, 2019; BIS, 2018b; Caixabank, 2019^a)

⁸ El Programa de Compra de Activos, también conocido como Taspering, está vigente desde el 2014 y se erige como la principal herramienta de política no convencional del BCE para inyectar dinero en circulación y mantener bajos los rendimientos de los títulos de deuda en la Eurozona. El mismo incluye compras de deuda pública y privada.

⁹ Consiste en la utilización de instrumentos de comunicación de política monetaria para influir en las expectativas de los agentes, públicos y privados, respecto a las condiciones financieras. Son anticipos informativos que hace el Banco Central sobre decisiones futuras de política y se conocen como “*forward guidance*” que en español se traduciría más o menos: “preanuncio monetario”. Con su utilización, las autoridades monetarias, pretenden imprimirle mayor transparencia a su gestión, pero constituye un reto importante pues incumplimientos reiterados pueden afectar seriamente su credibilidad.

PERPECTIVAS

La cartera de riesgos heredada del 2018 es muy abultada y sobre todo muy peligrosa para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y la estabilidad financiera internacional en el año en curso. Una serie de peligros permanecen activos sin que se vislumbre a corto plazo una salida favorable para los mismos:

- La incertidumbre política sigue latente en Europa por las dificultades en cuanto a la política migratoria, la gobernanza fiscal, la arquitectura institucional de la zona euro, la indecisión respecto al Brexit tras meses de negociaciones, las protestas populares en Francia y la situación de Italia, todo lo cual puede llevar a recrudecer el sentimiento de euroescepticismo que afectaría las venideras elecciones parlamentarias europeas.¹⁰
- En el plano de la geopolítica resultan muy significativas las transiciones que actualmente se están dando en la región latinoamericana por el impacto que pueden tener en los activos financieros, la inversión extranjera y el crédito transfronterizo que se moviliza hacia el hemisferio occidental, especialmente en países como Brasil, México y Venezuela. Y, al mismo tiempo, seguirán pesando los conflictos en pleno desarrollo en Asia y el Oriente Medio.
- China continuará siendo una de las fuentes esenciales de riesgo sistémico para la estabilidad financiera si, por las fuertes regulaciones financieras que ha introducido para frenar la actividad de su sistema bancario o por una mayor escalada de la disputa comercial con EEUU, sufre una desaceleración más profunda de lo previsto y contagia a sus socios comerciales y los precios mundiales de las materias primas.¹¹
- El elevado endeudamiento público y privado en naciones desarrolladas y emergentes, persistirá como el mayor lastre en materia financiera por la vulnerabilidad que incorpora ante un deterioro súbito de las condiciones financieras y económicas a nivel mundial.
- Los mercados emergentes enfrentaran un panorama más incierto por el endurecimiento de la política monetaria estadounidense, proceso que no tendrá retroceso en breve plazo, un dólar más fuerte, la presencia de presiones proteccionistas y una economía china menos pujante.

¹⁰ El preacuerdo logrado el año pasado entre Londres y Bruselas con el propósito de prolongar la transición hasta el 2020 y permitir la permanencia del Reino Unido en una unión aduanera con la Unión Europea de no concretarse un acuerdo sobre la futura relación económica entre ambas partes, no fue aprobado por el parlamento inglés. Se perdió con ello una oportunidad para atenuar la inestabilidad reinante desde 2016 y evitar una salida desordenada de la nación británica.

¹¹ Aunque las tensas relaciones comerciales entre China y Estados Unidos se encuentran en su momento más intenso, no debe descartarse un acuerdo relativamente cercano entre las partes ya que EEUU necesita un "pacto" con su importante acreedor que no sea tan beligerante. Dicho acuerdo podría presentarse en forma de arreglos parciales que conduzcan a un cese progresivo de las hostilidades, pero indudablemente sería más perjudicial para China por ser la parte más vulnerable en el plano comercial.

Referencias bibliográficas

- Bankia (2018a): Actualidad emergentes. Febrero. Madrid. Disponible en www.bankiaestudios.com
- ____ (2018b): Actualidad emergentes. Noviembre. Madrid. Disponible en www.bankiaestudios.com
- ____ (2018c): Boletín económico y financiero. 31 de Agosto. Madrid. Disponible en www.bankiaestudios.com
- Bank of International Settlements (BIS) (2018a): Informe trimestral septiembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- ____ (2018b): Informe trimestral diciembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- Bankinter (2018a): Informe de Estrategia de Inversión. Perspectivas 4to Trimestre. Septiembre. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2018b): Gestión de activos. Informe mensual, enero 2018. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2019): Estrategia de Inversión. Perspectivas 2019/20. Diciembre. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- CaixaBank (2018a): Informe mensual No.429. Diciembre. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018b): Mercados financieros a inicios del año. Febrero. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018c): Informe mensual No.423. Mayo. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018d): Pulso económico. Agosto. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018e): Informe mensual No.426. Septiembre. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018f): Informe mensual No.427 Octubre. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2019a): Informe mensual No.430 Enero. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2019b): Informe mensual No.431 Febrero. Disponible en www.caixaresearch.com

- FMI (2018): Perspectivas de la economía mundial. Octubre. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2019): Perspectivas de la economía mundial. Enero. Washington DC. Disponible en www.imf.org