

INDICADORES ECONÓMICOS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

*(Y cómo afectan a bolsa,
bonos y divisa)*

Luis Fernando Utrera Infantes y
Matilde Alcaide Castiñeira

ALMUZARAUNIVERSIDAD

almazarauniversidad@almazaralibros.com

@almazarauniversidad

www.almazarauniversidad.com

© Luis Fernando Utrera Infantes y Matilde Alcaide Castiñeira, 2025

© Editorial Almuzara, S.L., 2025

Primera edición: julio de 2025

Reservados todos los derechos. «No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea mecánico, electrónico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del copyright».

ADVERTENCIA LEGAL:

El presente libro, incluye algunas opiniones e incluso afirmaciones, sobre reacciones y tendencias, razonablemente lógicas, de los precios de diversos productos financieros, en determinadas circunstancias cambiantes. Dichos comentarios reflejan y deben interpretarse, exclusivamente, como la opinión leal de los autores y nunca como recomendaciones explícitas de compra, venta o contratación de ningún producto o activo financiero, o como la opinión de las instituciones en las que trabajan. El hecho de que existan múltiples factores de índole económica, financiera, jurídica o política, fuera del control de los autores, y que pueden afectar simultáneamente –incluso en sentido contrario–, en el comportamiento de los activos financieros, obliga a insistir en la prudencia como guía de conducta de cualquier particular, grupo de particulares o profesionales, que serán los únicos responsables de sus decisiones de inversión. Se advierte de que los productos y mercados, sobre los que habla este libro, pueden no ser adecuados como objeto de inversión para el lector. Las opiniones en este libro expresadas son, simplemente, una más de entre las múltiples e incluso contrarias posibles opiniones del resto de participantes en los mercados financieros y no necesariamente las más fundamentadas, con las limitaciones que esto supone.

Colección MANUALES UNIVERSITARIOS

Directora editorial de AlmuzaraUniversidad: MARÍA CRESPO

Maquetación: OSTRACA SERVICIOS EDITORIALES

© Imagen de cubierta: BRUSELAS | GUILLAUME MEURICE

Parque Logístico de Córdoba. Ctra. Palma del Río, km 4

C/8, Nave L2, nº 3. 14005 - Córdoba

info@almazaralibros.com

Imprime: Liberdigital

ISBN: 978-84-10529-92-2

Depósito Legal: CO-1283-2025

Hecho e impreso en España - *Made and printed in Spain*

Índice

Prólogo.....	9
Introducción	13
Nota sobre el vocabulario utilizado (a veces) en este manual.....	15
Parte I. Conceptos previos	17
I.1. Tipos de indicadores económicos.....	17
Indicadores “adelantados” (<i>leading indicators</i>)	17
Indicadores “retrasados” (<i>lagging indicators</i>)	18
Indicadores “coincidentes”	18
Indicadores compuestos	18
I.2. ¿Sobre qué tipo de mercados analizaremos el impacto de los indicadores?	19
Renta Fija	19
Renta Variable: Bolsa.....	23
Mercado de Divisas	24
I.3. La economía y las tasas de interés: ciclos económicos, política monetaria y precio de los activos	25
I.4. Los bancos centrales y su política monetaria “dirigen” el mercado	28
Bancos Centrales y Política Monetaria:.....	28
Relación de la política Monetaria y el valor de la divisa	30
I.5. El lenguaje de los analistas.....	31
Posiciones: distintas modalidades.....	32
Los perfiles y movimientos de la curva	39
Posiciones en <i>spread</i>	41
Las correlaciones.....	43
Inversión y recomendaciones en renta variable: sectores cíclicos, anticíclicos, sobreponderación e infraponderación	43

I.6. ¿Cómo se nos ofrecen los datos?	47
¿Qué es una tasa de variación?.....	47
¿Qué son los ajustes estacionales?	52
¿Qué es deflactar una cifra?.....	54
I.7. Países y regiones.....	55
I.8. ¿Qué preguntarse ante los datos?.....	55
Parte II. Los tres indicadores clave	57
II.1. PIB (Producto Interior Bruto).....	57
II.1.1. Concepto. PIB USA.....	57
II.1.2. Diferencia entre PIB real y potencial: output gap.....	61
II.1.3. Diferencia entre PIB nominal y PIB real: el Deflactor del PIB, una medida de la inflación global.....	63
II.1.4. PIB per cápita y productividad.....	67
II.1.5. Producto Nacional Bruto (PNB) y el Producto Interno Bruto (PIB)...	68
II.1.6. El PIB en Europa y España	69
II.1.7. El PIB y los mercados.....	70
II.1.8. Indicadores de Gasto Público: El Déficit y la Deuda.....	73
II.2. Inflación.....	77
II.2.1. Concepto	77
II.2.2. Estancflación, deflación e hiperinflación.....	79
II.2.3. Origen, causas y efectos de la inflación.....	80
II.2.4. Inflación general e inflación subyacente (“core”).....	83
II.2.5. EEUU: <i>Consumer Price Index</i> (CPI). España: Índice de precios al consumo (IPC)	85
II.2.6. La inflación y los mercados financieros	87
II.3. Empleo y tasa de paro.....	90
II.3.1. <i>Employment Report</i> (USA).....	93
II.3.2. Paro Registrado en España y la EPA	97
Parte III. Clasificación de indicadores	103
III.1. Indicadores relacionados con precios.....	103
III.1.1 <i>Personal Consumption Expenditures Price Index</i> (PCE) (Consumo o gasto personal).....	103
III.1.2. PPI: <i>Producer Price Index</i> (USA) (Índice de Precios de Producción)...	106
III.1.3. <i>Import-Export Prices</i> (Precios de exportación e importación)	110

III.1.4. La Oferta Monetaria (<i>Money Supply</i>): el dinero como causa de la inflación	115
III.2. Indicadores relacionados con el empleo	117
III.2.1. <i>Initial Jobless Claims</i> (USA) (Peticiones de subsidio de desempleo).....	118
III.2.2. <i>ADP National Employment Report</i>	120
III.2.3. <i>Employment Cost Index</i> (USA) (costes laborales).....	122
III.3. Indicadores relacionados con la construcción y vivienda	124
III.3.1. <i>Construction Spending</i> (USA) (Gasto en construcción).....	124
III.3.2. <i>Existing Home Sales</i> (USA) (Venta de viviendas de segunda mano)..	127
III.3.3. <i>New Home sales, Housing Starts & Building Permits</i> (venta y construcción de nuevas viviendas, permisos edificación)	131
III.3.4. <i>MBA Purchase Index</i> (Índice petición nuevas hipotecas)	134
III.3.5. <i>NAHB Wells Fargo Housing Market Index - HMI</i> . (Índice de confianza de los promotores).....	137
III.4. Indicadores de consumo y actividad económica	139
III.4.1. <i>Consumer Credit</i> (USA) (Crédito al consumo)	139
III.4.2. <i>Auto and Truck Sales</i> (USA) (Ventas de coches y camiones)	144
III.4.3. <i>Leading Economic Index – LEI</i> (EE.UU.) (Índice de indicadores económicos adelantados)	148
III.4.4. <i>Personal Income and Outlays</i> (USA) (Ingresos personales)	153
III.4.5. <i>Retail Sales report</i> (USA) (Ventas al por menor).....	156
III.5. Indicadores de crecimiento.....	160
III.5.1. <i>PMI™ / ISM Surveys</i>	160
III.5.2. <i>NY Empire State Index</i>	169
III.5.3. <i>Philly Fed survey</i> , USA (Informe de la Reserva Federal de Filadelfia).....	172
III.5.4. <i>Industrial Production y Capacity Utilization</i> . USA (Producción industrial y utilización de la capacidad productiva).....	173
III.5.5. <i>Productivity and Costs</i> (USA) (Productividad y costes)	180
III.5.6. <i>Durable Goods Orders</i> (USA) (Ventas de bienes de equipo)	185
III.5.7. <i>Factory Orders</i> (USA) (Pedidos de fábrica).....	188
III.6. Indicadores de confianza	190
III.6.1. <i>Conference Board Consumer Confidence</i> (USA). (Confianza del consumidor).....	190
III.6.2. <i>University of Michigan Consumer Sentiment Index</i> (MCSI)	193
III.6.3. <i>United States Nfib Business Optimism Index</i> (Índice de optimismo de las pequeñas empresas)	195

III.7. Otros indicadores europeos y asiáticos.....	198
III.7.1 Encuesta IFO (Alemania).....	198
III.7.2. Encuesta ZEW (Alemania)	201
III.7.3. Euro-área <i>Consumer Confidence Indicator</i> (CCI) (Confianza del consumidor área euro)	203
III.7.4. ESI: <i>Economic sentiment index</i> . (Sentimiento económico área euro)	207
III.7.5. BCI: <i>Business Climate Indicator</i> (BCI) (Indicador del clima de los negocios)	210
III.7.6. SENTIX <i>investor confidence report</i> . (Sentimiento del inversor zona euro)	212
III.7.7. Japón: Informe TANKAN de clima empresarial.....	213
III.7.8. Japón: <i>Producer Price Index</i> (PPI).....	215
Parte IV. Indicadores contrarios	219
IV.1. Índice VIX (<i>Volatility Index</i>)	221
IV.2. AAI Bull / Bear Spread (American Association of Individual Investors)	227
IV.3. ANXIOUS <i>Index</i> (Índice de Ansiedad o de probabilidad de recesión)	235
IV.4. CRASH <i>Confidence Index</i> (Universidad de Yale, USA)	236
Parte V. ¿Indicadores económicos? Curiosos.....	239
V.1. Efecto Halloween o “ <i>Sell in may and run away</i> ”	239
V.2. Los ciclos presidenciales.....	241
V.3. Los años acabados en 5.....	243
V.4. <i>Big Mac Index</i> (índice Big Mac, o paridad del poder adquisitivo Big Mac)	244
Parte VI. Las materias primas (commodities)	249
VI.1. Materias primas. Características, mercados y curvas.....	249
VI.2. El Oro.....	257
VI.3. El Petróleo	263
VI.4. Las commodity currencies.....	274
VI.5. CRB <i>Index</i> (<i>Commodity Research Bureau Index</i>)	278
VI.6. <i>Baltic Dry Index</i> - BDI	281
Anexo. La reserva federal de EEUU	285
Índice alfabético de indicadores y términos	291

PRÓLOGO

Este prólogo poco valor tiene una vez que el lector se adentre en el emocionante paradigma de descifrar los indicadores económicos que nos ofrecen los autores.

Pero hecha la advertencia, si aún sigue leyendo este segundo párrafo, no desaprovecharé la oportunidad para susurrarle cuatro reflexiones, que me afano en compartirles antes de que salten al capítulo 1.

Primera reflexión, o reacción de sorpresa. ¿Cómo es posible que esta obra no se hubiera publicado hace 25 años? Antes de la Crisis Financiera de 2008, los departamentos e institutos de análisis macroeconómicos centraban sus análisis en los componentes del PIB y en otros indicadores reales, ignorando casi siempre la evolución y tamaño de los mercados de capitales (renta fija/ renta variable/ divisas / derivados), su consiguiente nivel de apalancamiento o la naturaleza o complejidad de los instrumentos financieros intermediados. Por eso se explica la sorpresa de los analistas cuando descubrían que los balances bancarios o los vehículos de inversión habían aumentado sus tamaños durante toda una década a base de productos financieros que no siempre buscaban la canalización del ahorro hacia la inversión, lo que cuestionaba la solvencia de dichos intermediarios y ponían a la economía real en una recesión. Había pues un cisma entre los profesionales macro, que leían los indicadores económicos en su derivada de crecimiento e inflación, y los profesionales de mercado, que “*traideaban*” expectativas de retorno sobre subyacentes - como poco complejos. Por primera vez, este libro reconcilia la óptica de analistas macro y analistas de mercado y nos plantea la necesidad de observar y entender las dos caras de la moneda (real y financiera) y sus interrelaciones, explicadas con claridad, y con esa potente herramienta llamada “racionalidad económica”. No pecho de optimista si pronostico que serán muchas las reediciones de este libro.

Segunda reflexión, para mis colegas economistas, en todas sus versiones: los que viven pegados a los mercados de capitales o la economía financiera y bancaria, los que gestionan curvas de producción o relaciones comerciales, los

que educan en las aulas o los economistas que diseñan políticas públicas, ... les recuerdo aquello que el (mi) profesor Antoni Espasa decía *“Pocas obligaciones -si alguna- superan en importancia a la que los economistas profesionales tienen de conocer y valorar la situación por la que atraviesa la coyuntura del país.”* Un deber el de los economistas que, en su ejercicio- remarca Espasa - impacta a los empresarios, cuyas decisiones están esencialmente afectadas por el entorno económico, a los políticos, cuyas elecciones tienen que guardar coherencia con una lectura fiable y objetiva de los datos económicos, y por supuesto a los ciudadanos cuya información y conocimiento sobre la situación económica del país resulta imprescindible para el buen gobierno de toda sociedad democrática. Porque este libro va de eso, de dotarnos de una manera rigurosa y estructurada de una capacidad de análisis del momento económico a los profesionales de la economía, para entender, evaluar, proyectar y decidir.

Tercera reflexión, mirando a los jóvenes, muchas veces escépticos con la utilidad de sus estudios, decepcionados con las generaciones precedentes, entusiasmados por activos de casino que poco tienen que ver con la transmisión entre ahorro e inversión o acelerados por dar una respuesta generada por un algoritmo de inteligencia artificial. A todos esos jóvenes que tanto necesitamos, lean el capítulo sobre indicadores de crecimiento y luego el que nos explica la IFO o el VIX y siéntense delante del ordenador el día de la publicación de la Encuesta IFO y observen la reacción de los mercados a la publicación del dato. Renta variable, renta fija y divisas se moverán, no por el dato en sí, sino ante el elemento de sorpresa que ese dato aporta en ese día concreto. Luego, pregúntense si no hay motivación mayor que la de tratar de entender cómo los agentes económicos ajustan expectativas, cómo los mercados de capitales interconectados reaccionan a esos ajustes, o cómo los tipos de interés se reestiman, moviendo los precios de oferta y demanda de todos los activos financieros. Todo ello en segundos, cuya consecuencia es que construyen expectativas, y que a la larga conforman ciclos económicos que terminaran por movilizar recursos en una gestión racionalizada de la incertidumbre. En el fondo, son agentes económicos actuando en economías de mercado y persiguiendo las legítimas expectativas de progreso y riqueza. Apreciados jóvenes, aprovechen este libro para encontrar vocaciones, educar la curiosidad y hacer profesión.

Cuarta reflexión, sobre los autores del libro. Porque es bien sabido que *“la ventura va guiando nuestras cosas mejor de lo que acertáramos a desear”*, quiso la dicha que estas dos personas, Luis Fernando y Matilde, emplearan a un joven que *“sin saber de la misa la media”* quedara fascinado por los mercados de capitales, en concreto los de Renta Fija. Y que de aquellas posiciones en Credit Default Swaps o en bonos corporativos y soberanos, saliera hoy un economista/ estadís-

tico y servidor público comprometido con la Estabilidad Financiera y la Unión Bancaria en Bruselas. Y como decía Sancho, no puedo sino agradecer “*el favor y merced*” que me hicieron, y la virtud en su amistad –“*la amistad, Sancho, se ha de fundar en la virtud, porque la comunicación de los vicios no hace amistad, sino infamia.*”

Y como la “*sabiduría es hija de la experiencia*”, yo me quedo huérfano conforme se acerca el primer capítulo de esta obra. Porque con Luis Fernando y Matilde escribiendo, me toca pues silenciarme, para que sea la curiosidad del lector la que descubra por sí mismo las virtudes y sabiduría de los autores, descifrando *el placer de conocer y valorar la situación por la que atraviesa la coyuntura económica*, con rigurosidad, claridad y “mirada de inversor”.

ANTONIO GARRE MARTÍNEZ^{1 2}

Senior Bank Resolution Expert en la Autoridad
Europea de Resolución Bancaria (Unión Europea)

¹ Antonio Garre es Senior Bank Resolution Expert en la Autoridad Europea de Resolución Bancaria (Unión Europea). Economista, estadístico y máster en econometría, ha desarrollado su carrera profesional en Moody's, BBVA, Banesto y AFI, además de en la Oficina Económica del Gobierno de España. También es profesor del Instituto BME y de la Universidad de Navarra, en materias como econometría, modelos de negocio bancario o metodologías de rating.

² The views and opinions expressed in this article are the personal views and opinions of the author, and they do not necessarily reflect the position of the organisation that the author works for.

INTRODUCCIÓN

Inflación, precio del petróleo o del gas, subidas de tasas de interés, caídas de las bolsas, precio del megavatio/hora, etc.... son palabras que están a diario en nuestros medios, afectando ¡y de qué manera!, a nuestras economías domésticas.

Las magnitudes macroeconómicas tienen impacto en nuestro bolsillo, que cada día es más “micro”. No veamos esas cifras como algo exógeno, sino como parte importante de la realidad.

Cuántos amigos, no economistas, nos preguntan sobre el significado y relación de todos esos conceptos para intentar entender cómo les afectará cualquier noticia en su cesta de la compra, en su bienestar económico o en sus ahorros e inversiones.

Sólo por su impacto en el día a día, debería interesarnos profundizar en unos indicadores económicos que resultarán mucho más cercanos de lo que inicialmente nos parecían. Además, conviene entenderlos bien para:

- Conseguir una mayor rentabilidad al invertir nuestros ahorros.
- Conocer mejor las compañías y la oportunidad de sus productos.
- Decidir mejor el momento para arrancar un proyecto que exija inversión de capital o para introducirnos en nuevos mercados.
- Juzgar adecuadamente las políticas económicas gubernamentales.
- Comparar países.
- Hacer previsiones económicas.
- Anticipar tendencias.
- Etc.

Los que trabajamos en mercados financieros sabemos con certeza que este tema no tiene nada de teórico. Cualquier cifra macroeconómica puede afectar al precio de los activos que tenemos en cartera o sobre los que vamos a invertir.

Trataremos de dar un enfoque eminentemente práctico al contenido de este manual. Profundizaremos en la mayoría de los indicadores económicos de los principales países y, en paralelo, veremos cómo pueden afectar al comporta-

miento de los mercados. Además de saber qué es una encuesta de opinión o un dato de peticiones de subsidio de desempleo, el objetivo es anticipar cómo se deberían comportar los distintos instrumentos financieros.

Ese “comportamiento previsto” de los mercados supone un problema que, tarde o temprano, nos vamos a encontrar: no siempre los mercados reaccionan “como deberían”.

“Un economista es un experto que mañana sabrá por qué las cosas que predijo ayer no han sucedido hoy” - Laurence J. Peter

¿Qué quiere decir esto? Significa que el “factor sorpresa” también se reflejará en el comportamiento de los agentes (no olvidemos que ese mercado abstracto, del que tanto oímos hablar, está compuesto por muchos inversores, por muchos agentes y por su comportamiento colectivo, cuyas expectativas determinan la tendencia del mercado).

Podemos encontrar que, en ocasiones, la respuesta del mercado parece ilógica o contraria a la esperada.

¿Cuándo sucede esto? Suele ser cuando decimos que “el dato está descontado”. No es que el mercado no reaccione, es que el mercado ya anticipó la cifra publicada, y esto se reflejó en el movimiento del precio del activo, horas o días antes de que el dato fuera oficialmente conocido.

Hay una expresión para este tipo de situaciones: “compra con el rumor y vende con la noticia” (*“buy the rumor, sell the news”*).

No quiere decir que haya que hacer lo contrario de lo que indican los datos o los indicadores que se publican sino que, para desempeñar nuestro trabajo lo mejor posible, además de interpretar los indicadores y anticipar movimientos de mercado, hay que tener en cuenta algo muy difícil de medir: “la posición técnica (o estructural) del mercado”. En otras palabras: detectar si el mercado está “neutral” o, por el contrario, está “comprado” o “vendido” en exceso.

Imaginemos que mañana se publicará un dato que estimamos que hará bajar las bolsas. Y todo el mercado está de acuerdo en ello. Lo más probable es que la bolsa baje hoy y que todos los inversores quieran estar “vendidos” para cuando salga el dato.

Si al día siguiente se confirma el mal dato esperado, nadie venderá, porque todos lo habrán hecho antes. Por tanto, es probable que cuando algún inversor vea que el mercado no reacciona negativamente a la noticia decida cerrar su posición, comprándola en el mercado. Será igualmente probable que otros inversores le sigan, pensando que el dato no es tan malo como pensaban o, lo que es correcto, que el mercado ya ha “descontado” el dato y que no caerá más. Esta reacción, “en cadena”, genera lo que llamamos “*short covering*” (cobertura de po-

siciones cortas o vendidas), que se traduce en un movimiento rápido de precios al alza (rally), normalmente.

En estas situaciones, solemos decir que el mercado está “sobrevendido” (en caso contrario decimos que está “sobrecomprado”). Ese exceso de posiciones (en uno u otro sentido) puede provocar, como hemos visto, que la reacción de los agentes sea confusa o incluso contraria a la lógica, al menos momentáneamente.

Este comentario no trata de evitar tomar decisiones ante los datos sino que, en ocasiones, la decisión lógica no tiene por qué ser la correcta en ese momento, aunque a medio plazo lo pueda ser. El “*timing*”, es decir, el momento en que compramos o vendemos es muy importante.

Hay una máxima cuando se es *trader* (del inglés, operador) en los mercados: “si no se entiende el comportamiento del mercado, mejor mantenerse al margen”.

Otro aprendizaje a tener en cuenta es que el mercado tiende a exagerar los movimientos. Es como conducir un camión a alta velocidad y frenarlo de repente: si el camión va muy cargado (posiciones) nos costará frenarlo mucho más que si va vacío. Igual sucede con el mercado.

Finalmente, las cifras tendrán razón, pero no necesariamente “ahora”. En medio se puede haber generado lo que en nuestro argot llamamos una situación de “*short covering*”, “*sell off*” (lo contrario) o un “*fast market*”, (mercado muy volátil) provocado por agentes que trataban de cerrar posiciones todos a la vez –o de entrar en ellas– elevando la volatilidad de los precios y llevándolos en ocasiones a niveles poco razonables.

Vamos a estudiar el indicador a fondo y, en paralelo, cuál debería ser el comportamiento “lógico” de los mercados ante este, pero advirtiéndole de que la dirección que siga el mercado en el momento inmediato de su publicación no tiene por qué ser la esperada, si bien lo más probable es que lo sea en la mayoría de las ocasiones.

Recuerden que una correcta lectura e interpretación de los datos en cualquier inversión, junto a cierta dosis de paciencia, son la base del éxito. No somos partidarios de inversiones demasiado cortoplacistas porque la volatilidad del momento suele acabar con ellas.

NOTA SOBRE EL VOCABULARIO UTILIZADO (A VECES) EN ESTE MANUAL

El vocabulario que incluimos en este manual es el que habitualmente se utiliza en los mercados financieros. Estas palabras son parte del argot que utilizan los profesionales. Pueden ser palabras o expresiones en inglés, porque su equivalente en español no es tan utilizado. Podremos hablar de trader o dealer, en lugar de operador; diremos USA, en lugar de Estados Unidos o EEUU; o hablaremos de posiciones short, en lugar de posiciones cortas o vendidas (que es lo mismo). También

podremos mencionar frases como flattening o steepening de curva (cambios en la pendiente de la curva de rentabilidades), Quantitative Easing, flight to quality (buscar refugio) o No News, Good News, entre otras. Entendemos que familiarizarse con este tipo de lenguaje facilitará el mejor entendimiento futuro de informes, realizados por analistas o expertos de los mercados financieros.