

## CONJUNTURA · El mercat de deute públic, al punt de mira

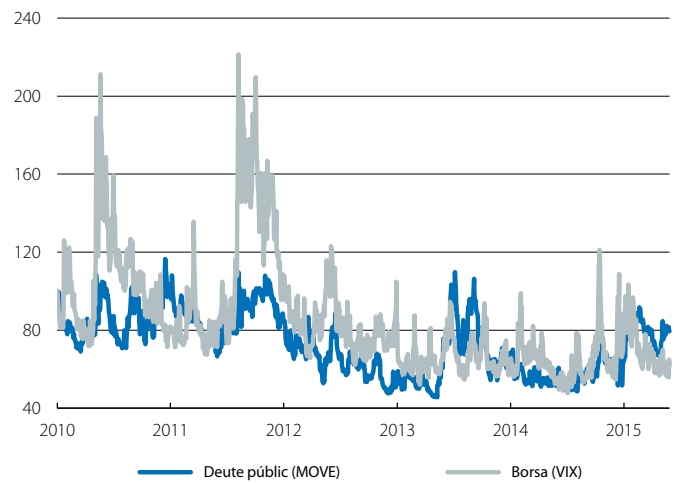
A la zona de l'euro, els tipus d'interès s'orienten a l'alça després de la letargia dels últims anys. En un mes de maig amb escasses referències per part dels principals bancs centrals desenvolupats, l'increment sobtat de les rendibilitats del deute públic (*sell-off*) a Europa s'ha convertit en el principal focus d'atenció en l'escena financera internacional. Aquest episodi ha intensificat el pols vacil·lant que els actius de risc desenvolupats han mostrat en les últimes setmanes. En aquest context, els focus d'inestabilitat més immediats que afronten els mercats financers giren al voltant de l'estratègia de normalització monetària adoptada per la Reserva Federal (Fed) i de la resolució de les negociacions entre el Govern grec i els seus creditors. No obstant això, en el context actual de transició gradual cap a un nou règim de tipus d'interès més elevats, adquireix cada vegada més importància l'adopció d'una perspectiva amb un horitzó temporal més llunyà, en especial si tenim en compte que aquest nou escenari serà un dels principals condicionants per al funcionament, a mitjà termini, dels actius financers.

**Les tensions al mercat de deute sobirà europeu remetent, tot i que la volatilitat persisteix.** El repunt virulent de la rendibilitat del deute públic europeu entre el final d'abril i mitjan maig va respondre, en bona part, a la incorporació de les majors perspectives d'inflació i de creixement de la zona de l'euro a la cotització dels bons sobirans. La intensitat d'aquest episodi va ser incrementada, al seu torn, pel reajustament de les posicions de cartera dels inversors, que va afectar més el deute dels països del centre de la zona de l'euro. En aquestes circumstàncies, els augments de les rendibilitats van ser especialment intensos en els títols dels països del nucli de la zona de l'euro i amb venciments a llarg termini. Aquest va ser el cas del *bund* alemany, la rendibilitat del qual va avançar 65 p. b. en aquest període, enfront dels 42 p. b. del bo a 10 anys espanyol. Malgrat l'estabilització de les rendibilitats al final del mes, considerem que el to volàtil dels mercats de deute europeus persistirà en els pròxims mesos, la qual cosa pot afavorir nous repunts de les rendibilitats, malgrat que amb un abast moderat.

**El Banc Central Europeu (BCE) intensifica el programa de compres de deute públic abans de l'estiu.** El motiu esgrimit per l'autoritat monetària és avançar el perfil de les adquisicions de deute, a causa de la menor liquiditat que els mercats de bons sobirans presenten durant l'estiu. Les dades més recents del QE sobirà europeu ja donen mostres d'aquesta acceleració. Al maig, la compra de títols de deute públic va augmentar fins als 51.600 milions d'euros, 4.100 milions per damunt del nivell mitjà dels dos mesos anteriors. Aquest ritme més intens d'implementació del QE, juntament amb la intenció manifesta de l'entitat de completar íntegrament el programa de compra de deute públic, confirma la fermesa del BCE en l'objectiu de mantenir unes condicions financeres molt laxes.

### Volatilitat implícita als mercats financers

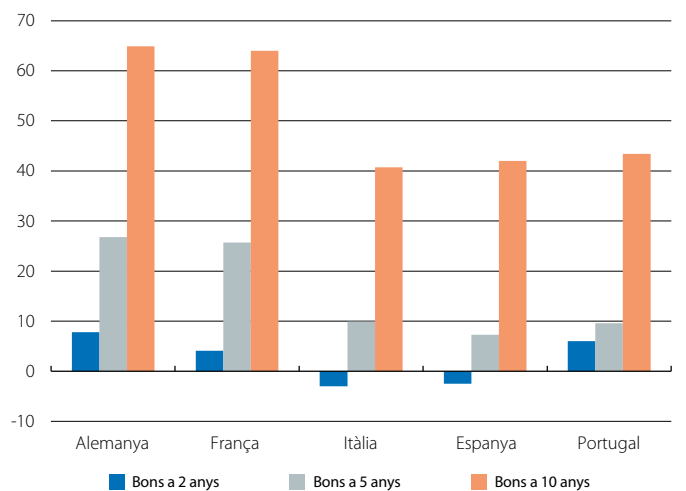
Índex (gener 2010 = 100)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Zona de l'euro: rendibilitat del deute públic

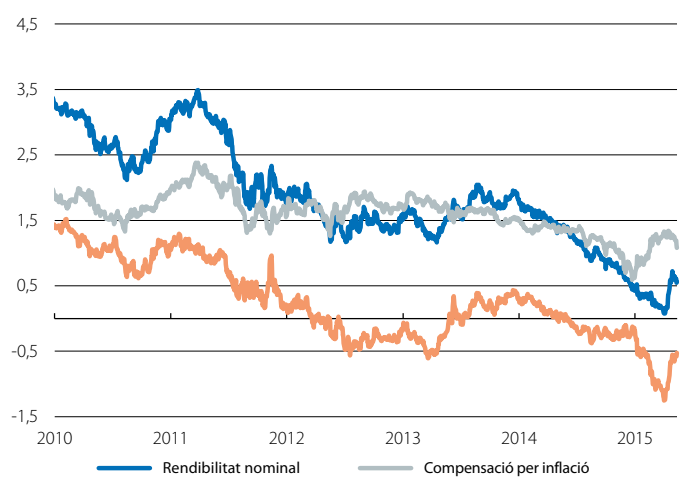
Variació entre el 20 d'abril i el 15 de maig (p. b.)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Alemanya: descomposició de la rendibilitat del bund

(%)



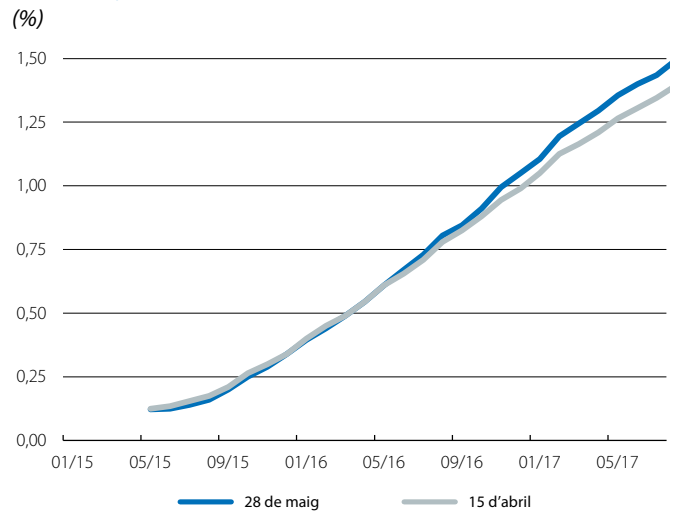
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Els inversors, pendents dels missatges de la Fed en la reunió del juny.** El to prudent de l'últim comunicat de l'autoritat monetària nord-americana permet descartar, gairebé per complet, l'inici de la pujada del tipus oficial en el proper Comitè de Mercat Obert de la Fed de mitjan juny. De tota manera, l'expectació que desperta la reunió continua sent elevada. S'espera que la roda de premsa de la presidenta de la Fed i la publicació de les previsions econòmiques i del tipus d'interès oficial amb què treballen els membres del Comitè Federal aportin nous indicis sobre l'estratègia de normalització monetària de l'entitat, sobretot si es té en compte la més que probable reducció del creixement previst per al 2015, després de la feble evolució de l'activitat en els primers compassos de l'any. En aquest sentit, esperem que la sòlida millora dels indicadors d'inflació i del mercat laboral en els pròxims mesos situï l'inici de la pujada del tipus rector a l'octubre, una data anterior a la que descompten els mercats financers. De tota manera, a mesura que avanci l'any, és d'esperar que el debat sobre la primera pujada del *Fed funds* perdi certa notorietat en benefici d'una qüestió més àmplia, com el ritme d'avanç del tipus d'interès oficial i el nivell considerat d'equilibri a llarg termini.

**La tònicia alcista de la rendibilitat dels *treasuries* guanya suport.** L'avanç de les *yields* del deute públic nord-americà al maig, coherent amb les previsions, respon, principalment, a dos factors que presentaran un cert recorregut addicional en els pròxims mesos. Primer, la pujada del tipus rector per part de la Fed, cada vegada més propera. Segon, la recuperació gradual dels indicadors d'inflació després d'un inici d'any molt lànguid. Addicionalment, l'avanç recent de les rendibilitats també va rebre el suport temporal de l'episodi de *sell-off* al mercat de deute públic europeu, en especial en el tram més llarg de la corba de deute sobirà nord-americà. De cara als pròxims mesos, l'eliminació de les referències explícites de la Fed sobre l'evolució futura dels tipus d'interès (*forward guidance*) es pot traduir en una major exposició de la cotització del deute públic a l'evolució dels indicadors d'activitat. Aquesta circumstància afavorirà que la volatilitat del mercat de *treasuries* se situï en l'interval superior dels últims anys. De tota manera, l'augment de la rendibilitat, juntament amb la fortalesa relativa del dòlar enfront d'altres divises, mantindrà l'atractiu del deute públic nord-americà en un nivell elevat, la qual cosa podria atenuar les pressions alcistes sobre els tipus d'interès.

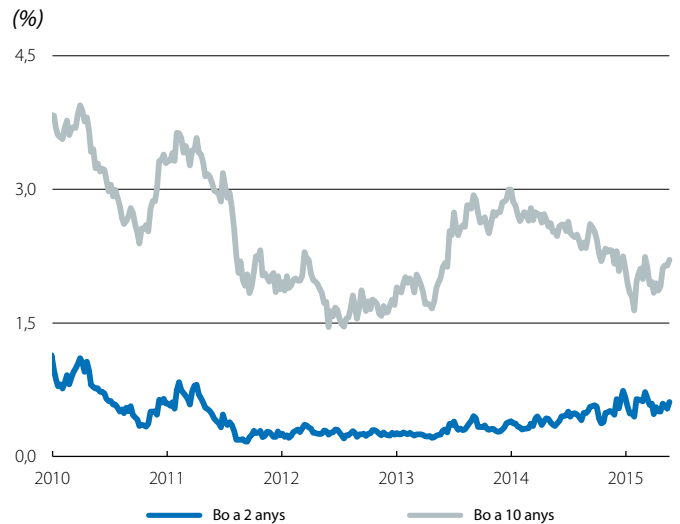
**El *sell-off* del deute públic europeu té un impacte contingut als mercats emergents.** Una de les notícies positives del mes de maig ha estat el contagi limitat de les tensions dels mercats de deute públic desenvolupats a la cotització dels actius emergents. En aquest sentit, tot i que els indicadors d'inversió estrangera en cartera mostren un cert alentiment dels fluxos de capitals cap als països emergents durant el mes de maig, aquest alentiment ha estat més localitzat i menys intens que després de les turbulències posteriors al preanunci del *tapering* de la Fed en la primavera del 2013. Aquest menor impacte respon, d'una banda, als avanços significatius que alguns països emergents han dut a terme recentment en matèria de reducció de

**EUA: projeccions del tipus oficial de la Fed \***



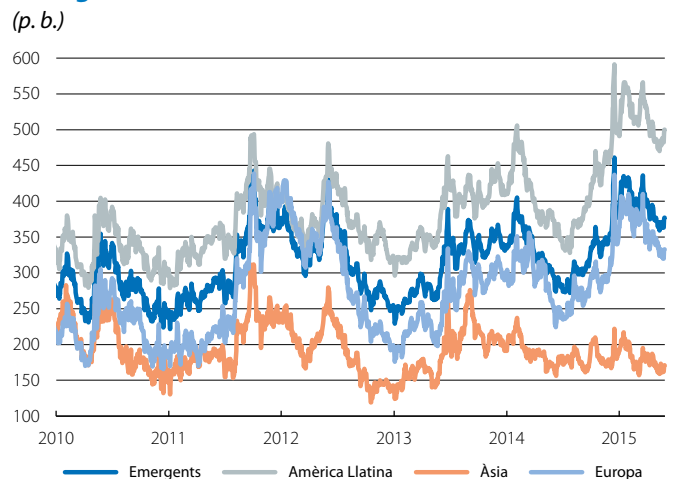
**Nota:** \* A partir dels futurs del Fed funds.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**EUA: rendibilitat del deute públic**



**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Spreads dels bons sobirans dels països emergents \***



**Nota:** \* Diferencial en relació amb una cistella de bons sobirans dels EUA.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

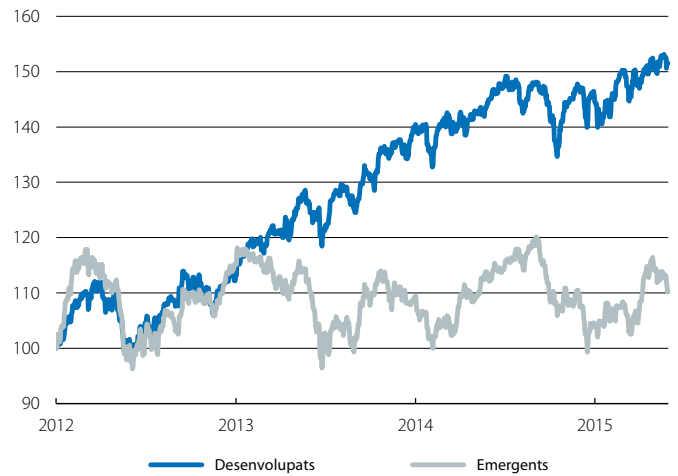
desequilibris, tant interns com externs. De l'altra, la parsimònia mostrada per la Fed a l'hora d'iniciar les primeres pujades del tipus oficial també ha tingut un efecte favorable, ja que ha concedit un cert marge de maniobra als bancs centrals emergents per adoptar polítiques monetàries expansives. Aquest és el cas de l'autoritat monetària xinesa, que, davant la persistència de la feblesa dels indicadors d'activitat, ha retallat el tipus oficial dels préstecs per tercera vegada en menys de mig any, fins al 5,10%. No obstant això, la pèrdua de dinamisme de l'economia asiàtica continua sent un dels principals riscos que afrontarà el bloc emergent en els pròxims mesos. Així mateix, si el ritme de normalització monetària per part de la Fed fos superior a l'esperat, representaria un altre focus d'inestabilitat per a les economies de l'àrea emergent.

**Els mercats borsaris desenvolupats continuen immersos en una fase de pausa.** En les últimes setmanes, els índexs borsaris desenvolupats han mostrat una tendència poc definida. El clima de cautela es consolida a les borses europees, per bé que els descensos s'han intensificat en l'últim tram de maig. Els motius que expliquen aquest viratge són de naturalesa diversa. D'una banda, s'observa un esgotament progressiu dels factors que van originar el ral·li borsari de l'inici de l'any (QE i millora de les perspectives econòmiques a la zona de l'euro). De l'altra, el sentiment inversor ha patit els efectes de la incertesa creixent que envolta la resolució de les negociacions amb Grècia i el repunt recent de les turbulències al mercat de bons sobirans. Paral·lelament, als EUA, la borsa va assolir nous màxims històrics al maig, tot i que la tendència de fons continua sent feble arran de la modesta campanya de beneficis empresarials. En aquest sentit, l'absència de catalitzadors positius, les elevades valoracions de la renda variable i la proximitat d'un període estacionalment advers són un obstacle perquè les borses internacionals reprenguin un pols ferm a curt termini.

**La cotització de l'euro presenta moviments d'anada i tornada.** Al llarg del mes de maig, el tipus de canvi de l'euro ha oscil·lat dins una banda entre 1,15 i 1,10 dòlars per euro, al compàs dels missatges dels bancs centrals. No obstant això, la millora prevista de l'economia nord-americana i la proximitat de les pujades de tipus de la Fed haurien de donar continuïtat a la tònica d'apreciació del dòlar en els pròxims mesos. Pel que fa a les primeres matèries, el preu del petroli s'ha pres un respir al maig, després de l'augment del 42% des del mínim assolit el gener, i s'ha situat al voltant dels 65 dòlars per barril de Brent. En aquest context, no s'espera que la reunió de l'OPEP del començament de juny impliqui un gir significatiu en l'estratègia d'oferta dels membres del càrtel petroler. En conseqüència, mantenim una previsió de pujada gradual del preu del cru en els pròxims mesos, fins al voltant dels 70 dòlars per barril al final d'enguany.

**Borses dels països desenvolupats i emergents**

Índex (gener 2012 = 100)

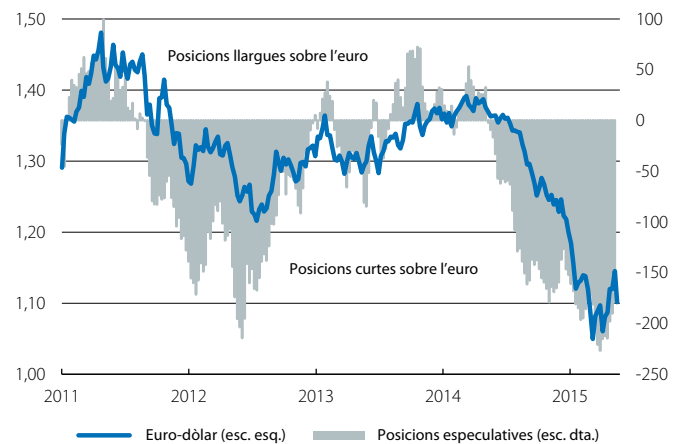


Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Divises: posicions especulatives sobre l'euro/dòlar**

(Dòlars per euro)

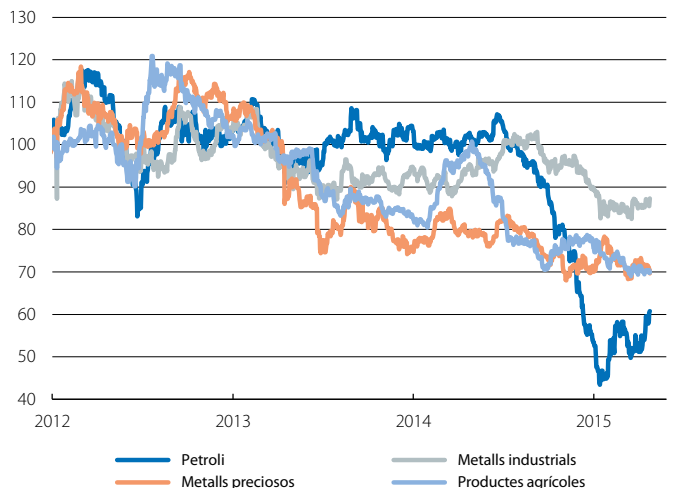
(Milers de contractes)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Evolució de les primeres matèries**

Índex (gener 2012 = 100)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.