

CONJUNTURA · Passes lentes però fermes

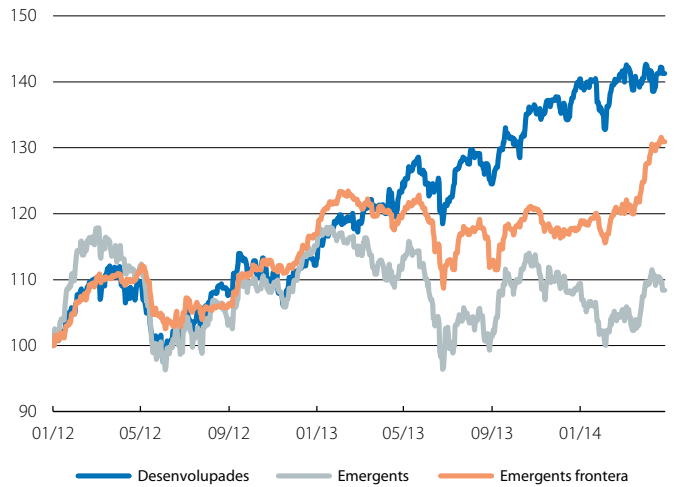
El pols dels mercats financers, durant el mes d'abril, s'ha mantingut en calma. Tot i que és cert que els principals focus de risc persisteixen, la percepció que en tenen els inversors ha entrat en una fase de més estabilitat. Un cop superada la sotragada del començament de l'any, l'entorn financer i econòmic dels països emergents tendeix a millorar. Als EUA i a la zona de l'euro, han prevalgut les notícies positives. En l'àmbit dels mercats espanyols, destaca el descens addicional en els tipus d'interès del deute públic.

A la Xina, el temor dels inversors a un *hard landing* de l'economia ha disminuït després de la publicació dels últims indicadors. La dada del PIB del 1T es va situar dins de l'interval raonable de desacceleració i és conseqüència del reequilibri de l'economia cap a un model de creixement en què la demanda domèstica guanyarà protagonisme. A més a més, les polítiques monetària, fiscal i macroprudencial disposen d'un ampli marge d'actuació, que ja s'ha començat a utilitzar, la qual cosa contribuirà a contenir els contratemps que puguin sorgir durant aquest procés.

A la resta de països emergents, les condicions evolucionen de forma favorable, tot i que amb notables excepcions. Al Brasil, les autoritats monetàries van incrementar, per segona vegada enguany, el tipus d'interès de referència fins a l'11%, en un intent per frenar la inflació. A Rússia, immersa en el conflicte geopolític amb Ucraïna i exposada a les sancions d'Occident, el banc central va pujar els tipus oficials en mig punt, fins al 7,5%. Amb aquesta mesura, les autoritats tracten de limitar la fugida de capitals i de controlar l'escalada dels preus. Aquest moviment va ser posterior a la rebaixa de la qualificació creditícia de Rússia per part d'Standard & Poor's fins a BBB-, a un pas del bo porqueria. L'agència adverteix sobre l'elevada dependència de la seva economia de les exportacions energètiques i del perill que comportarien noves sancions internacionals sobre la inversió i el consum intern.

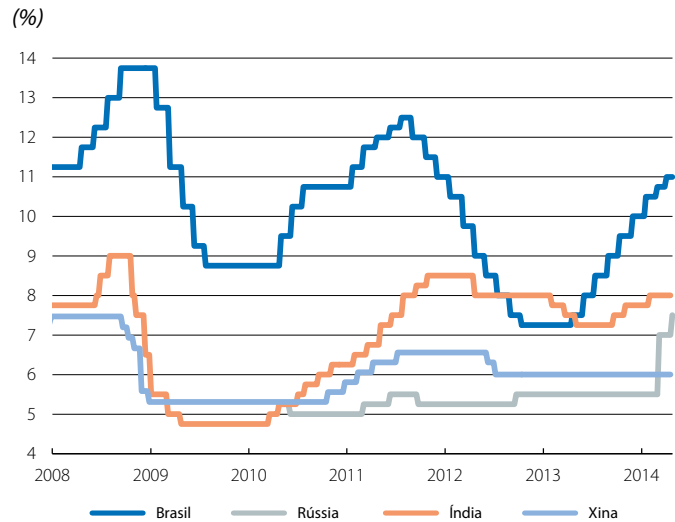
Sembla que, als països desenvolupats, els inversors confien en els bancs centrals. Els signes de reactivació econòmica als països avançats i l'expectativa de continuïtat de les condicions monetàries laxes propicien un entorn favorable per als actius de risc en general i per al deute sobirà en particular, en especial a la perifèria de la zona de l'euro. Als EUA, les últimes dades de conjuntura confirmen la solidesa del creixement de l'economia, la qual cosa propicia un lleuger avanç de les *yields* en els trams curt i mitjà de la corba, des dels baixos nivells que encara prevalen. Precisament, la Reserva Federal, a través del seu missatge monetari sobre els tipus oficials, manté els tipus d'interès a llarg termini per sota del 3%. A la zona de l'euro, l'evolució del deute sobirà ha estat determinada per la predisposició del BCE a adoptar mesures expansives addicionals, en particular la possibilitat de compra d'actius de deute públic o

Evolució de les borses: desenvolupades i emergents (Gener 2012 = 100)



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

Països emergents: tipus d'interès oficials (%)



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

Rendibilitats del deute públic a 10 anys (%)



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

privat. Les rendibilitats del *bund* alemany i del deute públic perifèric han reculat arran dels missatges de l'autoritat monetària en aquest sentit.

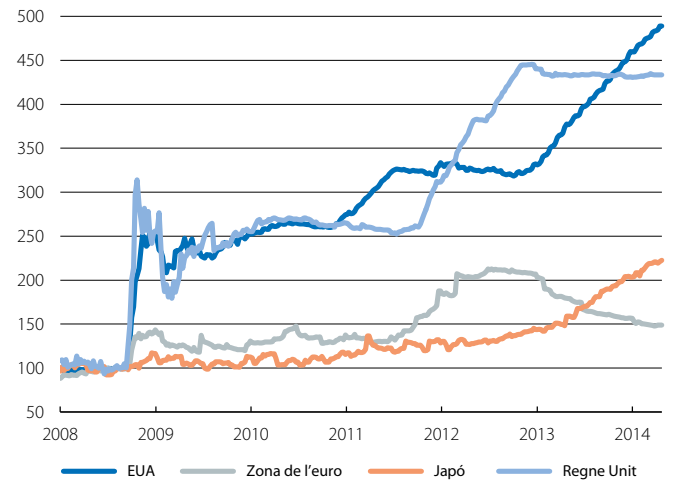
La Reserva Federal no introdueix canvis en el rumb de la política monetària. L'entitat va decidir donar continuïtat a l'estratègia de reducció gradual dels estímuls monetaris en la reunió d'abril: nova retallada de 10.000 milions de dòlars en les compres mensuals de bons (que queden en els 45.000 milions) i manteniment dels tipus d'interès oficials en nivells excepcionalment baixos. En aquest sentit, els últims missatges dels membres de la Fed deixen entreveure que les actuacions de la institució vindran marcades per l'evolució de dues variables clau: (i) l'augment progressiu de la inflació cap a l'objectiu a mitjà termini del 2% i (ii) la convergència de la taxa d'atur cap al nivell de la plena ocupació considerat per l'autoritat monetària (al voltant del 5,5%). La projecció de les pautes vigents apunta cap a mitjan 2015 per a l'inici de les pujades de tipus, una data ja no gaire llunyana i que, a més a més, corre el risc d'avançar-se. Sens dubte, aquest serà un assumpte clau durant la segona meitat d'enguany.

Mentrestant, el possible *quantitative easing* del BCE centra les expectatives dels inversors. A la reunió d'abril, el Consell de Govern va decidir mantenir sense canvis el tipus d'interès oficial en el 0,25% i no va utilitzar cap instrument no convencional de política monetària. Les declaracions de diversos membres de l'entitat en clau aperturista sobre un hipotètic programa de compra d'actius (deute públic i privat) i els missatges explícits de Draghi en aquest sentit han reforçat les perspectives d'actuació per part del BCE. Malgrat que l'escenari de recuperació econòmica considerat pel BCE es va consolidant lentament, sembla que l'ús d'eines expansives addicionals podria arribar a estar justificat en funció de l'evolució d'alguns factors bàsics. Primer, si la inflació molt reduïda s'allarga durant massa temps. Segon, si l'apreciació de l'euro continua. I, tercer, si es produeix un repunt dels tipus interbancaris. Precisament, en la recta final del mes, s'ha produït un repunt dels tipus del mercat monetari, EONIA, arran del persistent procés de reducció de l'excés de liquiditat dels bancs al BCE. No obstant això, un eventual programa de compra de deute públic i privat (titulitzacions bancàries) comporta dificultats i no està lliure de limitacions de diferent naturalesa.

La perifèria europea encadena nous progressos. La millora de l'escenari econòmic i financer de la zona de l'euro té una rellevància especial en la caiguda de les primes de risc dels països de la perifèria de la regió. A l'abril, han tingut lloc alguns esdeveniments destacats. D'una banda, les principals agències de qualificació han millorat la nota del deute sobirà d'Itàlia i d'Espanya i han destacat les fortaleses econòmiques i financeres, la millora dels comptes públics i el sanejament del sector bancari. Aquestes notícies han facilitat, encara més, les subhastes del Tresor espanyol, que ha aconseguit col·locar deute a deu anys a un cost del 3,06%, un nou mínim històric. A més a més, el Govern ha anunciat la reducció de les necessitats d'endeutament per al 2014, gràcies a l'augment dels ingressos fiscals i a la

Balanç dels bancs centrals

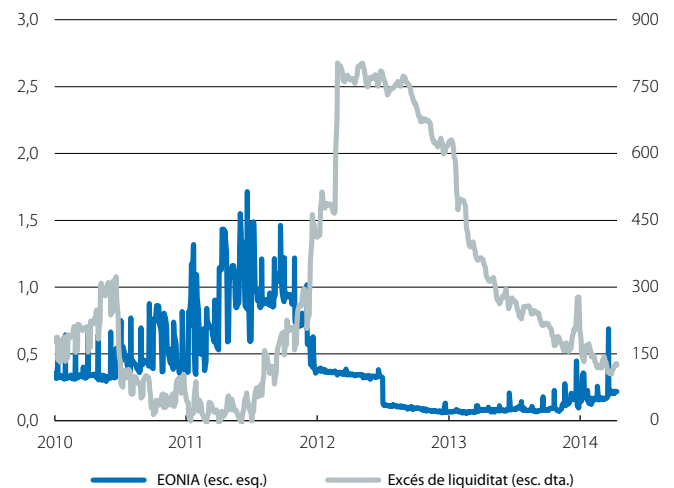
(Setembre 2008 = 100)



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

Tipus d'interès EONIA i excés de liquiditat

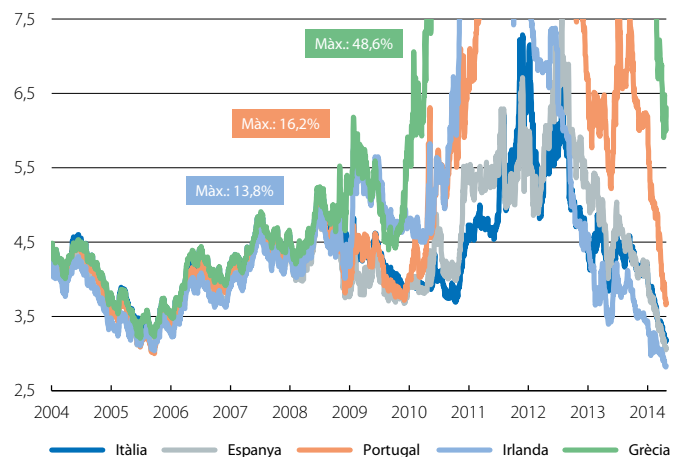
(%) (Milers de milions d'euros)



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

Zona de l'euro: rendibilitats del deute públic a 10 anys

(%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

caiguda del cost de finançament. D'altra banda, cal esmentar el retorn amb èxit de Grècia i de Portugal als mercats de capitals internacionals amb dues emissions de bons a cinc i a deu anys, respectivament.

Les borses mundials s'han mantingut relativament estables.

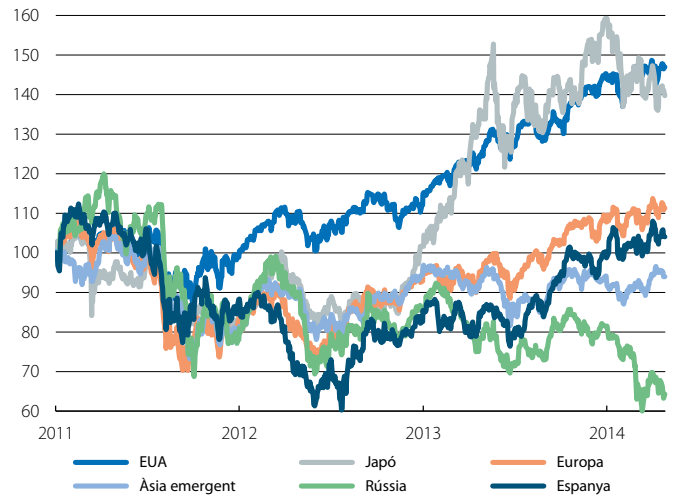
El risc derivat de la crisi entre Ucraïna i Rússia (la rebaixa de la seva qualificació i la pujada de tipus d'interès oficials) i les elevades ràtios de valoració (PER) presents als principals índexs dels EUA i d'Europa han entorpit la revaloració dels actius de renda variable. En aquest sentit, hi ha diversos aspectes que exerceixen de pilars borsaris als mercats desenvolupats. El primer és la confirmació que els resultats empresarials són coherents amb els indicadors d'activitat. Fins al moment, el 71% de les companyies de l'S&P500 que han anunciat els seus beneficis han batut les previsions dels analistes. A Europa, la tendència és similar, tot i que el creixement dels beneficis i de les vendes és una mica inferior. A Espanya, s'espera que la campanya de resultats del 1T que ara s'inicia mantingui la via oberta el 2013 (vegeu el Focus «Els beneficis de les empreses cotitzades espanyoles surten de la crisi»). El segon és l'augment de les notícies sobre les operacions corporatives globals (ja siguin confirmades o rumors). En les últimes setmanes, s'ha accelerat el nombre de possibles fusions i n'ha augmentat el volum. En aquest sentit, destaquen, per la seva importància, les del sector farmacèutic. I, en tercer lloc, les expectatives dels inversors sobre la possible adopció per part del BCE de més estímuls monetaris. Al front emergent, la normalització de l'escenari financer ha permès l'avanç ferm de les borses, amb l'excepció de la russa.

Els mercats de bons corporatius tornen a experimentar una fase d'auge.

Igual que va succeir amb el deute sobirà, un cop superat el repunt dels *spreads* a conseqüència de les tensions entre Rússia i Ucraïna, les primes de risc creditícies s'han tornat a situar en nivells molt reduïts. Les principals raons que alimenten aquestes condicions favorables per als mercats de renda fixa privada són tres. Primer, les bones perspectives de creixement als EUA i a la UEM. Segon, la reducció dels impagaments o *defaults* empresarials. I, tercer, l'abundància de liquiditat global i els reduïts tipus d'interès. De fet, a l'abril, s'hi han sumat, també, les expectatives que el BCE llanci un programa de QE, factor que pressionaria a la baixa les primes de crèdit, sobretot en el context actual d'intensa recerca de la rendibilitat. No sorprèn que, en aquest context, determinades parcel·les dels mercats de capitals, com els bons *high yield* als EUA, comencin a emetre senyals d'una sobreactivitat que convé no perdre de vista. A Europa, tot i que amb menys intensitat, també s'ha accelerat el ritme d'emissió d'aquesta classe de bons (des de l'inici de l'any, el total emès ha crescut el 15% interanual, fins als 45.000 milions d'euros), amb un lloc destacat per a les companyies de la perifèria.

Evolució de les principals borses internacionals

(Gener 2011 = 100)

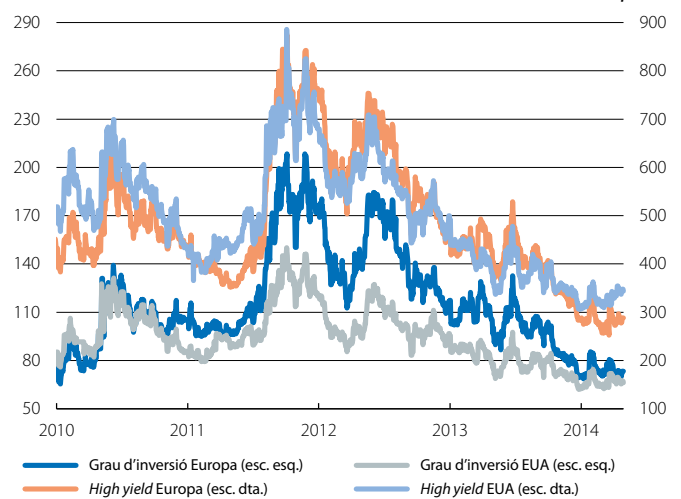


Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

Deute corporatiu: primes CDS

(p. b.)

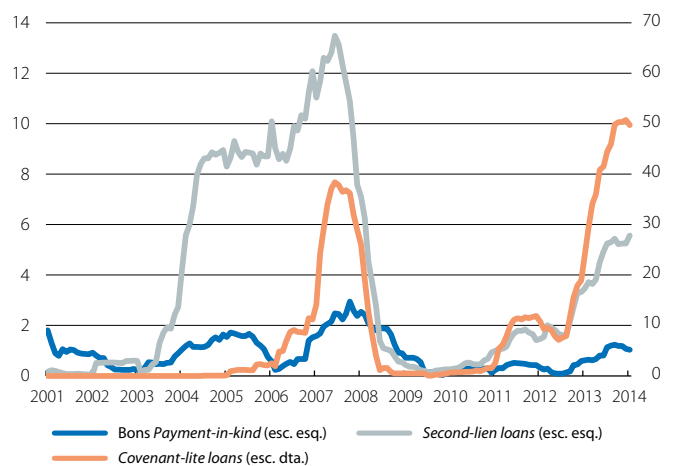
(p. b.)



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

EUA: instruments de deute corporatiu d'elevat risc

Emissions sobre la dimensió total de cada mercat (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Global Financial Stability Report (FMI).