

MERCADOS FINANCIEROS

La racha de sorpresas negativas en los indicadores económicos internacionales ha dejado huella en los mercados durante las últimas semanas. Las cotizaciones de las materias primas han salido particularmente mal paradas. Las bolsas se han mostrado débiles, bien es cierto que algunas sin alejarse de la zona de máximos cíclicos (como la de EE. UU.), pero otras desfalleciendo desde cotas ya de por sí deprimidas (por ejemplo, la española). Los tipos de interés monetarios y las *yields* de la deuda pública han descendido tanto en EE. UU. como en la eurozona (incluyendo los países periféricos).

En EE. UU., la reaparición del fantasma de la recaída recuerda la pauta de los últimos tres años: impulsos monetarios agresivos, esperanza de reactivación, mejora incipiente, debate sobre la estrategia de salida para la Reserva Federal, decepciones de crecimiento, y nuevos estímulos. Afortunadamente, en esta ocasión hay razones poderosas para pensar que los datos recientes obedecen a un bache pasajero y que la economía norteamericana mantendrá su velocidad de crucero. Además, posiblemente este episodio servirá para que la Fed se reafirme en su idea de que más vale pecar por exceso que por defecto en cuanto a los estímulos. Bajo este escenario, los retrocesos de la bolsa no son sino una corrección transitoria y las *yields* de la deuda pública seguirán en la zona de mínimos históricos durante una larga temporada.

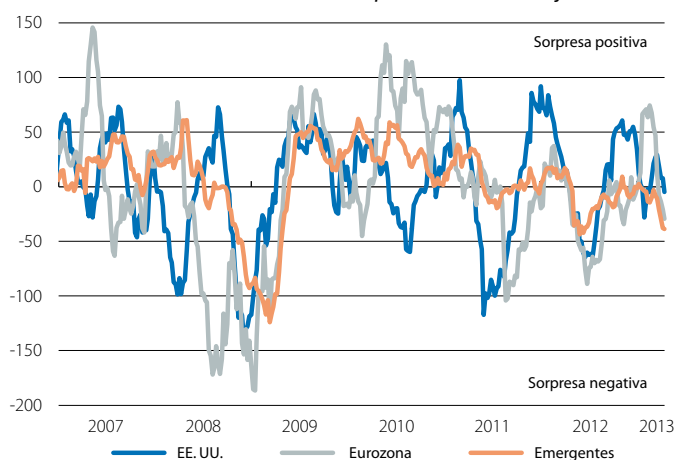
La actuación del Banco de Japón constituye otro factor clave. El proceso de gestación de su ambicioso programa de expansión cuantitativa ya se ha dejado sentir en los mercados de divisas y bonos (contribuyendo al descenso de las *yields* en el conjunto de países). Tras el «visto bueno» recibido en la reunión del G-20, cabe esperar una implementación contundente que prolongue los efectos reflacionistas, no solo sobre el propio Japón (continuidad de las tendencias de yen a la baja y Nikkei al alza) sino con alcance global.

El panorama en los países emergentes presenta claroscuros y es rico en matices. Las dificultades que están encontrando para controlar la inflación, relanzar el crecimiento y convertirse en el motor de la economía internacional se mezclan con algunas dudas sobre su verdadero potencial de largo plazo, particularmente en los BRIC. Ello se refleja en unas bolsas carentes de pulso pero unos mercados de deuda vigorosos. Las autoridades ya han empezado a aplicar medidas expansivas, combinando las monetarias con las fiscales según las circunstancias. El amplio margen existente en este ámbito, junto con la continuidad de las reformas estructurales y el bajo nivel de endeudamiento público y privado hacen pensar que la reactivación económica no tardará en llegar. Las bolsas y las divisas saldrán beneficiadas (con un papel destacado para la apreciación del yuan chino).

La eurozona sigue constituyendo el eslabón más débil. En este caso parecen más justificadas las dudas sobre la capacidad de crecimiento, tanto respecto al corto como al largo plazo. Este es el motivo del mal comportamiento relativo de las bolsas europeas,

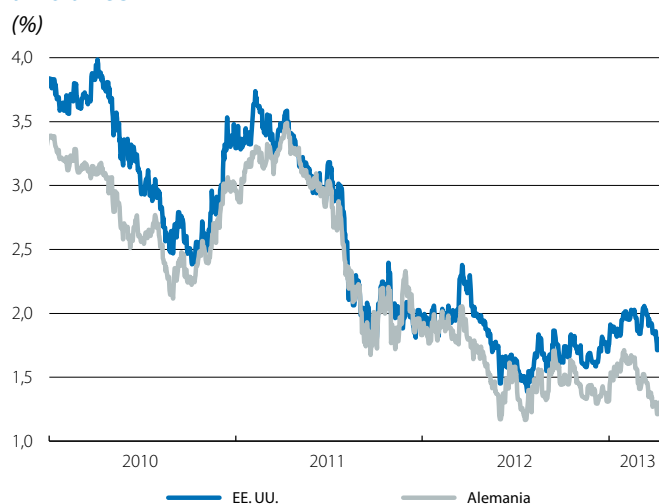
Índice de sorpresas económicas

Número de desviaciones estándar de las condiciones financieras actuales normalizadas con la media del periodo enero 1999-junio 2008



Fuentes: Bloomberg y Citigroup.

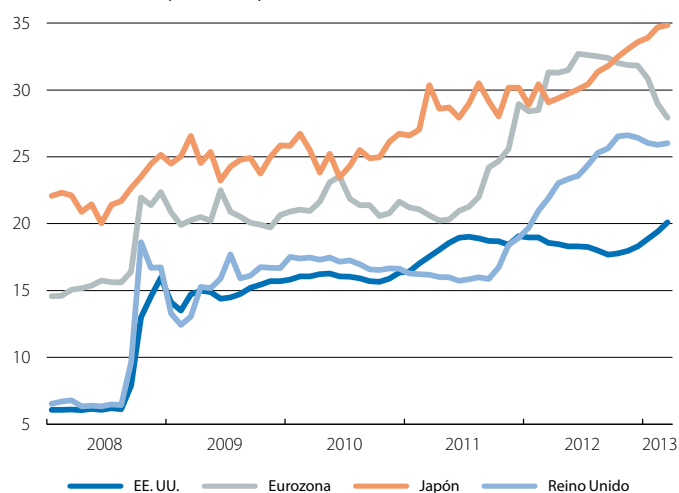
EE. UU. y Alemania: yields de la deuda pública a 10 años



Fuente: Bloomberg.

Balances de los principales bancos centrales

Total de activos (% del PIB)



Fuente: Bloomberg.

que han seguido perdiendo terreno respecto a las de EE. UU. y Japón. No obstante, hay motivos para esperar un mejor comportamiento en adelante. Los riesgos de cola se han reducido de manera convincente. Por un lado, el compromiso político para reforzar la UEM parece firme, como atestiguan los avances que se van dando para completar el marco institucional y consolidar la gobernanza económica común. Por otro, la presencia del MEDE y del programa OMT del BCE está evitando las espirales vendedoras en los mercados de bonos soberanos, que tanto daño infligieron durante 2010-2012. La calma que ha imperado durante la crisis chipriota y el *impasse* político en Italia así lo indica.

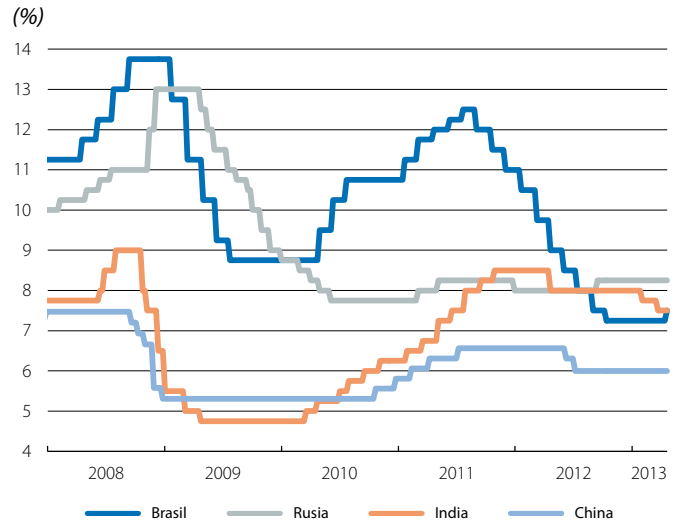
La política económica se reorienta, aunque sea tímidamente, hacia la expansión. En materia fiscal, todo indica que el calendario de reducción del déficit público se va a suavizar en numerosos países. En cuanto al BCE, en los mercados se rumorea con la posibilidad de medidas tanto en el ámbito de los tipos de interés oficiales como en el no convencional. La probabilidad de un recorte de tipos ha crecido y también es factible que se ponga en marcha algún mecanismo encaminado a facilitar la financiación de las pymes, especialmente en los países periféricos.

La normalización del sector bancario es una asignatura pendiente. Por desgracia, algunas actuaciones de las autoridades políticas han incidido negativamente. En concreto, con motivo del rescate de Chipre se destapó de forma intempestiva y desordenada el debate sobre el tratamiento que recibirán los depósitos, los bonos y el resto de pasivos bancarios en futuras crisis. No fue un buen momento para ello, dada la hipersensibilidad que todavía existe sobre esta cuestión entre el público y los inversores. La consecuencia fue un castigo notable sobre los bonos y las acciones de los bancos, que poco a poco tiende a corregirse. Aparte del efecto directo derivado del elevado peso de este sector en los índices de ambas clases de activos, es importante el efecto indirecto a través del papel central que juega el sistema bancario en la financiación de la economía de la eurozona, con las consiguientes repercusiones macroeconómicas.

Es de esperar que las autoridades extremen la sensatez de cara a las próximas citas en el ámbito bancario. Las negociaciones para el diseño y puesta en marcha de los distintos elementos de la unión bancaria constituyen el eje central. No obstante, hay dos elementos adyacentes importantes: las pruebas de estrés previas a la entrada en vigor del supervisor único y el probable rescate de Eslovenia. Resultados satisfactorios en estos frentes contribuirán a combatir la fragmentación financiera, facilitar la financiación del sector privado y, a fin de cuentas, contribuir a la salida de la recesión.

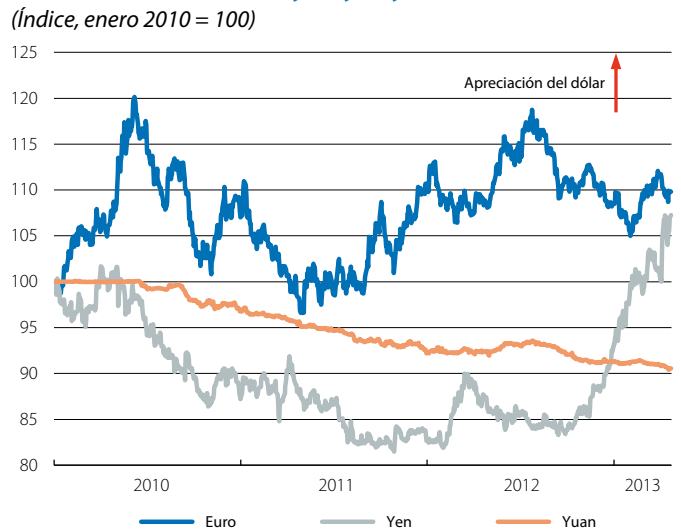
Esta eventual mejora de las condiciones en la eurozona sería de gran ayuda para los mercados financieros españoles. La percepción internacional sobre la solvencia del soberano ha ido mejorando, como ponen de manifiesto la notable reducción de la prima de riesgo de la deuda pública y el aumento de las tenencias por parte de extranjeros. Sin embargo, todavía hay mucho escepticismo sobre la capacidad para volver a una senda de crecimiento sostenible. Esto pesa sobre la bolsa, con es-

Países emergentes: tipos de interés oficiales



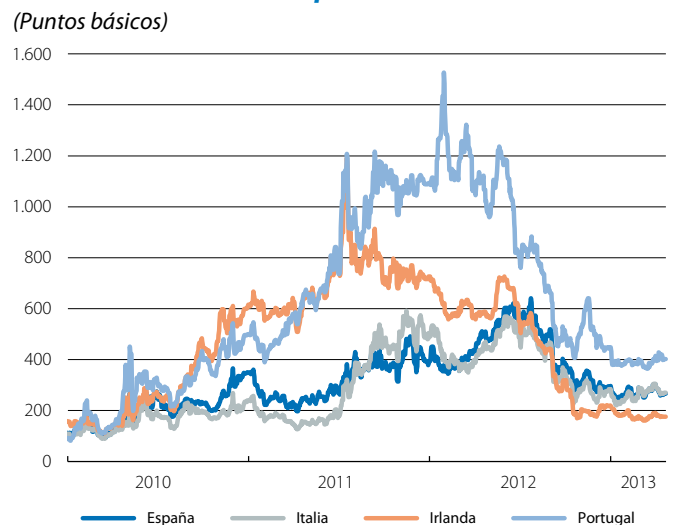
Fuente: Bloomberg.

Cotización del euro, el yen y el yuan frente al dólar



Fuente: Bloomberg.

Primas CDS de la deuda pública



Fuente: Bloomberg.

pecial incidencia en el sector bancario. Otro factor negativo para las cotizaciones bursátiles es la incertidumbre regulatoria, de nuevo con el sector bancario como gran damnificado, pero afectando a otros importantes como el eléctrico. Racionalizar las cuentas públicas, profundizar en las reformas estructurales y clarificar los marcos regulatorios es la aportación que esperamos de las autoridades españolas para que la bolsa española recupere atractivo y mejore su comportamiento.

Las empresas siguen inmersas en un doble proceso de mejora de la solvencia y la eficiencia. El primero (desapalancamiento financiero) ya está siendo reconocido en el mercado de bonos corporativos, de modo que las primas de riesgo son bajas para las grandes compañías españolas con acceso a los mercados de capitales. El segundo (aumento del potencial de la cuenta de resultados) todavía no, neutralizado por las decepciones que sigue deparando el entorno macroeconómico.

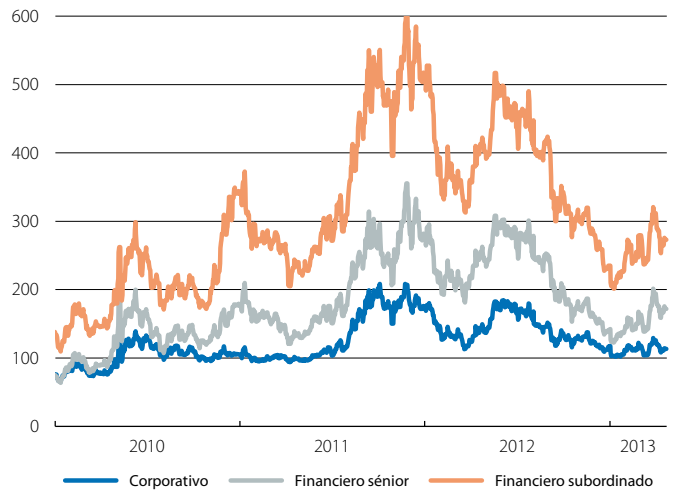
En definitiva, a nivel global y local el entorno de los mercados presenta influencias contrapuestas: datos de actividad económica desfavorables, condiciones de liquidez muy laxas y pasos lentos pero en la buena dirección por parte de las instancias políticas (si bien con algunos tropiezos).

Los inversores deberán seguir conviviendo con estas fuerzas mixtas en el corto plazo. Previsiblemente, los mercados monetarios y de bonos seguirán bien sostenidos; mientras que los activos de riesgo estarán sometidos a una notable volatilidad, pero no a grandes presiones bajistas. En la arena bursátil, la presentación de resultados por las compañías debería ser un apoyo de las cotizaciones. De hecho, ya está siendo así en EE. UU., país que encabeza el calendario de publicación. En cuanto a las materias primas, interpretamos el descenso de cotizaciones reciente como un episodio puntual que obedece no solo a los últimos datos de crecimiento global flojos, sino también a factores transitorios como las ventas especulativas por parte de inversores pseudofinancieros (particularmente claro en el desplome del oro a mediados de abril). En el caso del petróleo, esperamos que se recupere lentamente hacia los niveles de principios de año.

A medio y largo plazo, esperamos un escenario de reactivación económica global, reequilibrio regional, contención de la inflación y una lenta retirada de los estímulos monetarios (de modo que la liquidez seguirá siendo abundante). El resultado sería un suave empuje al alza de las curvas de rentabilidades y revalorización de las bolsas internacionales.

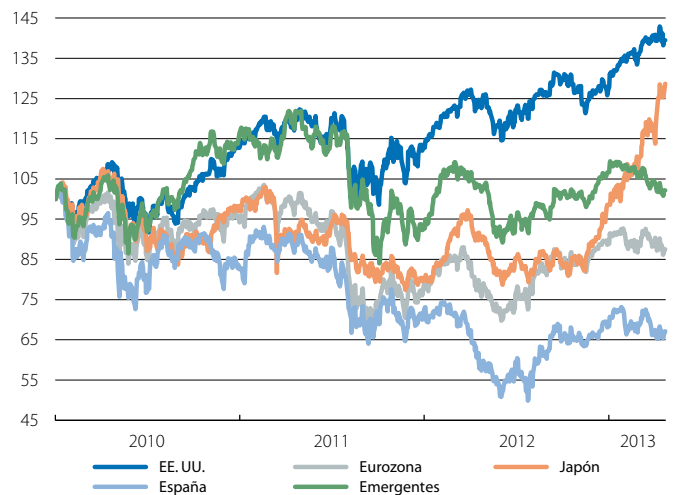
Desgraciadamente, los riesgos son importantes. A corto plazo, destacan dos. Por un lado, es posible que persistan las sorpresas negativas en los indicadores de coyuntura. Por otro, eventuales disensiones entre los países del euro en relación con la política monetaria, fiscal, o los detalles de la unión bancaria podrían generar nerviosismo en los mercados del euro, máxime en la situación de descontento político y social que se ha alcanzado. A medio y largo plazo, el principal riesgo es que las políticas monetarias ultraexpansivas fracasen en su propósito de reactivar el crecimiento y, por el contrario, deriven en burbujas financieras desestabilizadoras.

Primas CDS en Europa por tipo de emisor
(Puntos básicos)



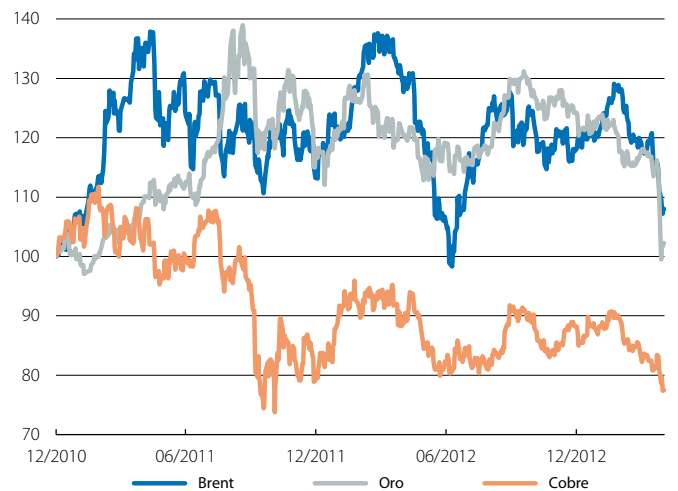
Fuente: Bloomberg.

Cotización de las principales bolsas internacionales
(Índice, enero 2010 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Evolución del precio del petróleo, el oro y el cobre
(Índice, diciembre 2010 = 100, dólares)



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.