

COYUNTURA · Pasos lentos pero firmes

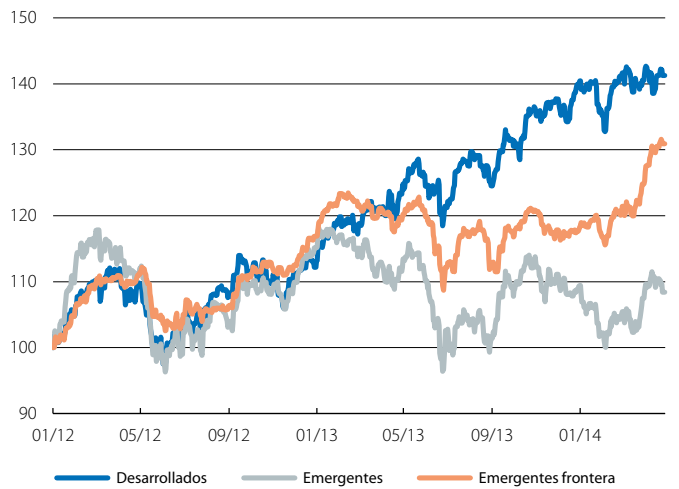
El pulso de los mercados financieros durante el mes de abril ha permanecido en calma. Si bien es cierto que los principales focos de riesgo persisten, la percepción de los mismos por parte de los inversores ha entrado en una fase de mayor estabilidad. Una vez superado el bache de principios de año, el entorno financiero y económico de los países emergentes tiende a mejorar. En EE. UU. y la eurozona han prevalecido las noticias positivas. En el ámbito de los mercados españoles destaca el descenso adicional en los tipos de interés de la deuda pública.

En China, el temor de los inversores a un *hard landing* de la economía ha disminuido tras la publicación de los últimos indicadores. El dato del PIB del 1T se situó dentro de un intervalo razonable de desaceleración, respondiendo al reequilibrio de la economía hacia un modelo de crecimiento en el que la demanda doméstica ganará protagonismo. Además, las políticas monetaria, fiscal y macroprudencial disponen de un amplio margen de actuación que ya se ha empezado a utilizar, lo que contribuirá a contener los contratiempos que puedan surgir en este proceso.

En el resto de países emergentes, las condiciones evolucionan favorablemente, aunque con notables excepciones. En Brasil las autoridades monetarias elevaron, por segunda vez este año, el tipo de interés de referencia hasta el 11% en un intento por frenar la inflación. En Rusia, inmersa en el conflicto geopolítico con Ucrania y expuesta a las sanciones de Occidente, el banco central subió los tipos oficiales medio punto, hasta el 7,5%. Con esta medida las autoridades trataban de limitar la huida de capitales y controlar la escalada de los precios. Este movimiento fue posterior a la rebaja de la calificación crediticia de Rusia por parte de Standard & Poor's hasta BBB-, a un paso del bono basura. La agencia advierte sobre la elevada dependencia de su economía de las exportaciones energéticas y del peligro que conllevarían nuevas sanciones internacionales sobre la inversión y el consumo interno.

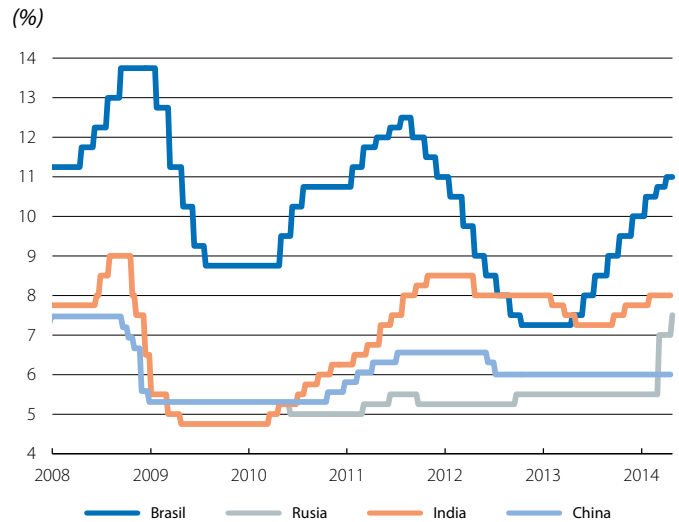
En los países desarrollados, los inversores parecen confiar en los bancos centrales. Los signos de reactivación económica en los países avanzados y la expectativa de continuidad de las condiciones monetarias laxas están propiciando un entorno favorable para los activos de riesgo en general y la deuda soberana en particular, especialmente en la periferia de la eurozona. En EE. UU., los últimos datos de coyuntura están confirmando la solidez del crecimiento de la economía, lo que propicia un ligero avance de las *yields* en los tramos corto y medio de la curva, desde los bajos niveles que todavía prevalecen. Precisamente, la Reserva Federal, a través de su mensaje monetario sobre los tipos oficiales, está logrando mantener los tipos de interés a largo plazo por debajo del 3%. En la eurozona, la evolución de la deuda soberana ha venido determinada por la predisposición del BCE a tomar medidas expansivas adicionales, en par-

Evolución de las bolsas: desarrolladas y emergentes (Enero 2012 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Países emergentes: tipos de interés oficiales (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

ricular la posibilidad de compra de activos de deuda pública o privada. Las rentabilidades del *bund* alemán y de la deuda pública periférica han retrocedido ante los reiterados mensajes de la autoridad monetaria en este sentido.

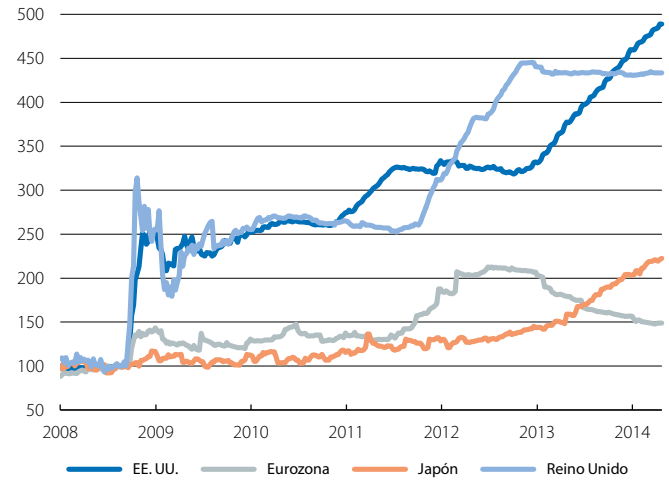
La Reserva Federal no introduce cambios en el rumbo de la política monetaria. La entidad decidió dar continuidad a su estrategia de reducción gradual de los estímulos monetarios en la reunión de abril: nuevo recorte de 10.000 millones de dólares en las compras mensuales de bonos (que quedan ahora en los 45.000 millones) y mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles excepcionalmente bajos. En este sentido, los últimos mensajes de los miembros de la Fed dejan entrever que las actuaciones de la institución vendrán marcadas por la evolución prevista de dos variables clave: (i) el progresivo aumento de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del 2% y (ii) la convergencia de la tasa de paro hacia el nivel de pleno empleo que baraja la autoridad monetaria (alrededor del 5,5%). La proyección de las pautas vigentes apunta a mediados de 2015 para el inicio de las subidas de tipos, una fecha ya no muy lejana y que además corre el riesgo de adelantarse. Sin duda, este será un asunto clave durante la segunda mitad de este año.

Mientras, el posible *quantitative easing* del BCE centra las expectativas de los inversores. En la reunión de abril, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin cambios el tipo de interés oficial en el 0,25%, y se abstuvo de utilizar ningún instrumento no convencional de política monetaria. Las declaraciones de diversos miembros de la entidad en clave aperturista en torno a un hipotético programa de compra de activos (deuda pública y privada) y los mensajes explícitos de Draghi en este sentido han reforzado las perspectivas en clave de actuación por parte del BCE. Pese a que el escenario de recuperación económica que maneja el BCE se va consolidando lentamente, el uso de herramientas expansivas adicionales podría llegar a estar justificado en función de cómo evolucionen algunos factores básicos. Primero, si la inflación muy reducida se prolonga durante demasiado tiempo. Segundo, si la apreciación del euro continúa. Y, tercero, si se produce un repunte indeseado de los tipos interbancarios. Precisamente, en la recta final del mes se ha producido un repunte de los tipos del mercado monetario, EONIA, fruto del persistente proceso de reducción del exceso de liquidez de los bancos en el BCE. No obstante, un eventual programa de compra de deuda pública y/o privada (titulizaciones bancarias) entraña dificultades y no está exento de limitaciones de diferente naturaleza.

La periferia europea encadena nuevos progresos. La mejora del escenario económico y financiero de la eurozona está teniendo especial relevancia en la caída de las primas de riesgo de los países de la periferia de la región. En abril han tenido lugar algunos acontecimientos destacados. De una parte, las principales agencias de calificación han mejorado la nota de la deuda soberana de Italia y de España, destacando las fortalezas económicas y financieras y la mejora de las cuentas públicas, así como el saneamiento del sector bancario. Estas noticias han facilitado, aún más si cabe, las subastas del Tesoro español, que

Balance de los bancos centrales

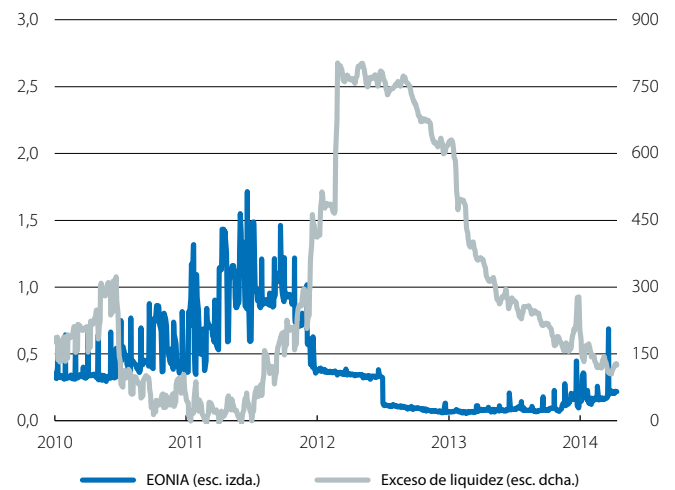
(Septiembre de 2008 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipo de interés EONIA y exceso de liquidez

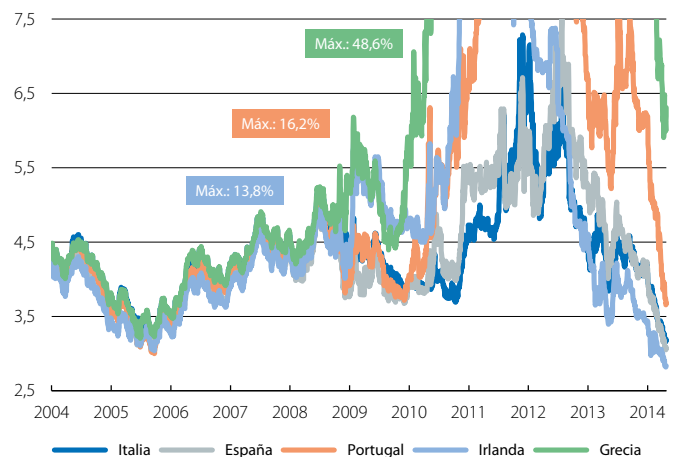
(%) (Miles de millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: rentabilidades de la deuda pública a 10 años

(%)



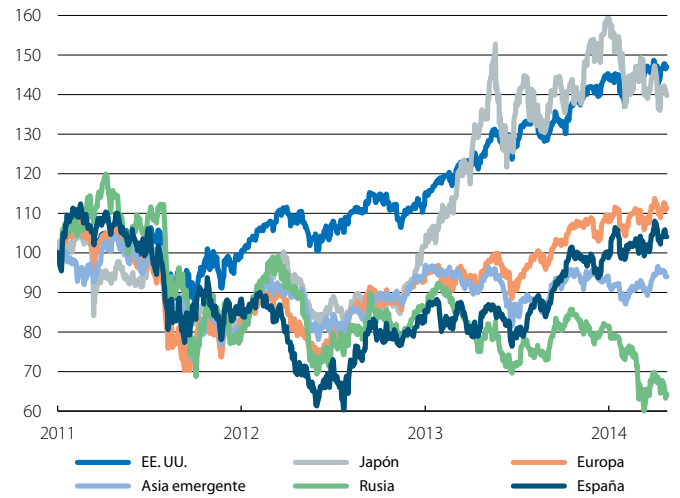
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

ha logrado colocar deuda a diez años a un coste del 3,06%, un nuevo mínimo histórico. Además, el Gobierno ha anunciado la reducción de las necesidades de endeudamiento para 2014, gracias al aumento de los ingresos fiscales y a la caída del coste de financiación. De otra parte, el exitoso retorno de Grecia y Portugal a los mercados de capitales internacionales con dos emisiones de bonos a cinco y diez años, respectivamente.

Las bolsas mundiales se han mantenido relativamente estables. El riesgo derivado de la crisis entre Ucrania y Rusia (la rebaja de su calificación y la subida de tipos de interés oficiales) y las elevadas ratios de valoración (PER) presentes en los principales índices de EE. UU. y Europa han entorpecido la revalorización de los activos de renta variable. En sentido contrario, hay varios aspectos que están actuando como pilares bursátiles en los mercados desarrollados. El primero es la confirmación de que los resultados empresariales están en sintonía con los indicadores de actividad. Hasta el momento, el 71% de las compañías del S&P 500 que han anunciado sus beneficios han batido las previsiones de los analistas. En Europa, la tendencia es similar aunque el crecimiento de los beneficios y las ventas sea algo inferior. En España, se espera que la campaña de resultados del 1T que ahora se inicia mantenga la senda abierta en 2013 (véase el Focus: «Los beneficios de las empresas cotizadas españolas salen de la crisis»). El segundo es el aumento de las noticias relativas a las operaciones corporativas globales (ya sean confirmadas o rumores). En las últimas semanas se ha acelerado el número de posibles fusiones y el volumen de las mismas, destacando por su importancia las del sector farmacéutico. En tercer lugar, las expectativas de los inversores sobre la posible adopción por parte del BCE de más estímulos monetarios. En el frente emergente, la normalización del escenario financiero ha permitido el avance firme de sus bolsas, con la excepción de la bolsa rusa.

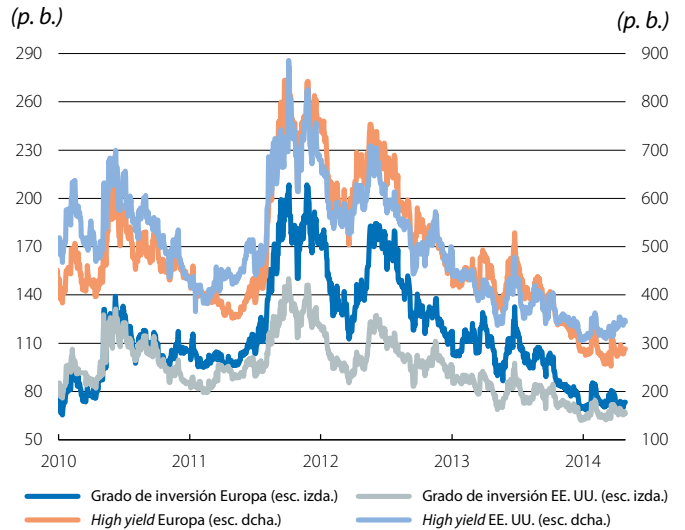
Los mercados de bonos corporativos vuelven a experimentar una fase de auge. Al igual que ocurriera con la deuda soberana, una vez superado el repunte de los *spreads* como consecuencia de las tensiones entre Rusia y Ucrania, las primas de riesgo crediticias han vuelto a situarse en niveles muy reducidos. Las principales razones que alimentan estas condiciones favorables para los mercados de renta fija privada son tres. Primero, las buenas perspectivas de crecimiento en EE. UU. y la UEM. Segundo, la reducción de los impagos o *defaults* empresariales. Y tercero, la abundancia de liquidez global y los reducidos tipos de interés. De hecho, en abril se han sumado también las expectativas de que el BCE lance un programa de QE, factor que presionaría a la baja las primas de crédito, máxime en el actual contexto de intensa «búsqueda de la rentabilidad». No sorprende que, en este contexto, determinadas parcelas de los mercados de capitales como los bonos *high yield* en EE. UU. estén empezando a emitir señales de una sobreactividad que conviene no perder de vista. En Europa, aunque en menor medida, también se ha acelerado el ritmo de emisión de esta clase de bonos (desde principios de año, el total emitido ha crecido un 15% interanual, hasta los 45.000 millones de euros, con un lugar destacado para las compañías de la periferia).

Evolución de las principales bolsas internacionales
(Enero 2011 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

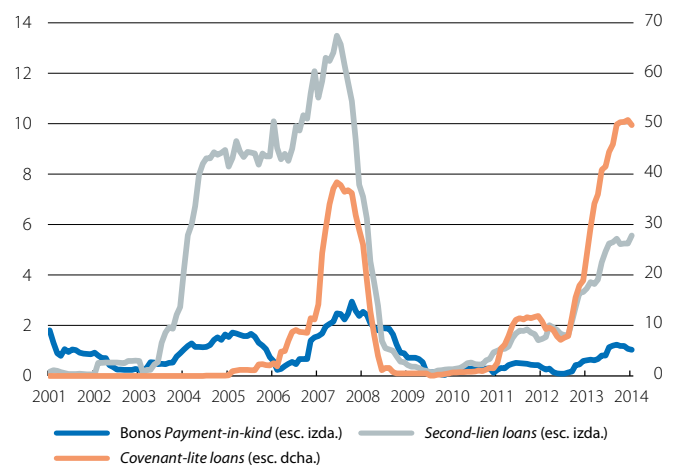
Deuda corporativa: primas CDS



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: instrumentos de deuda corporativa de elevado riesgo

Emisiones sobre el tamaño total de cada mercado (%)



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