

## COYUNTURA · La fiesta continúa, ¿hasta cuándo?

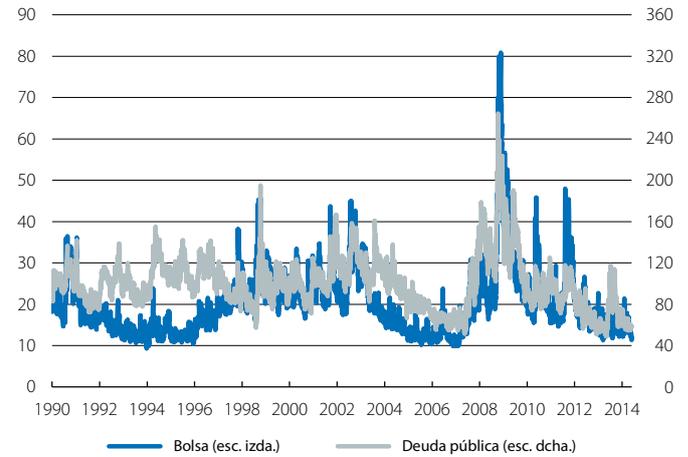
La expectativa de más crecimiento y más liquidez anima el sentimiento de los inversores. Por un lado, los indicadores de coyuntura del 2T apuntan a un mayor dinamismo de las economías a nivel global, y las desarrolladas en particular. Destaca el caso de EE. UU., donde el crecimiento recupera tracción tras un 1T lastrado por unas condiciones climáticas inusualmente adversas. Simultáneamente, los comentarios de la Reserva Federal (Fed) sobre su estrategia monetaria han tenido tintes expansivos, en el sentido de manifestar poca prisa en el proceso de normalización. Además, el Banco Central Europeo (BCE) ha exprimido tanto como ha podido el caramelo de una próxima ampliación de estímulos. Los mensajes de los bancos centrales han contribuido a la relajación de las rentabilidades (*yields*) de la deuda soberana en ambas regiones. Los activos de riesgo, como la renta variable y los bonos corporativos, han prolongado su buen comportamiento. De hecho, algunos índices de Wall Street y Europa han marcado nuevos récords históricos. También destaca el bajísimo nivel de la volatilidad de los mercados. Desde este punto de partida, la elevada complacencia que impera entre los inversores puede dar lugar, en caso de contratiempos, a reajustes en las cotizaciones de los activos financieros y un entorno financiero más volátil. Esto bien podría ocurrir si el BCE o la Fed acabaran mostrando un tono menos acomodaticio.

La Reserva Federal proporciona más información sobre sus planes. El acta de la reunión celebrada en abril por el comité de política monetaria muestra una clara intención de mantener condiciones monetarias holgadas «durante un tiempo considerable» después de que haya finalizado el *tapering*. Con este discurso, la entidad pretende transmitir a los inversores la idea de que la normalización de los tipos oficiales será ejecutada de manera lenta y gradual. Busca con ello evitar repuntes de la volatilidad en los mercados financieros y, en última instancia, apuntalar la recuperación económica. Gracias a estos mensajes, ha retrasado las expectativas de los inversores sobre el inicio de las subidas de tipos hasta el segundo semestre de 2015, y ha aplanado la senda de aumentos esperada a partir de entonces.

El BCE deja claro que actuará en junio. Las declaraciones reiteradas de los miembros del Consejo han hecho que sea ya casi unánime la expectativa de que el 5 de junio se anuncie un paquete de medidas. En efecto, tras la reunión de mayo, el Consejo de Gobierno del BCE ha mostrado una clara disposición a tomar medidas expansivas adicionales en base al nivel excesivamente bajo de la inflación. La pérdida de pulso de algunas economías de la eurozona, la fortaleza del euro o la anticipación a la espiral negativa de precios y crédito son justificantes suficientes para la actuación del banco central. Pese a que el BCE no ha especificado cuáles serían las medidas a adoptar, es muy probable que la institución recorte en junio el tipo de interés oficial al 0,10% (desde el 0,25% actual). También se contempla la adopción de medidas orientadas a dinamizar el crédito,

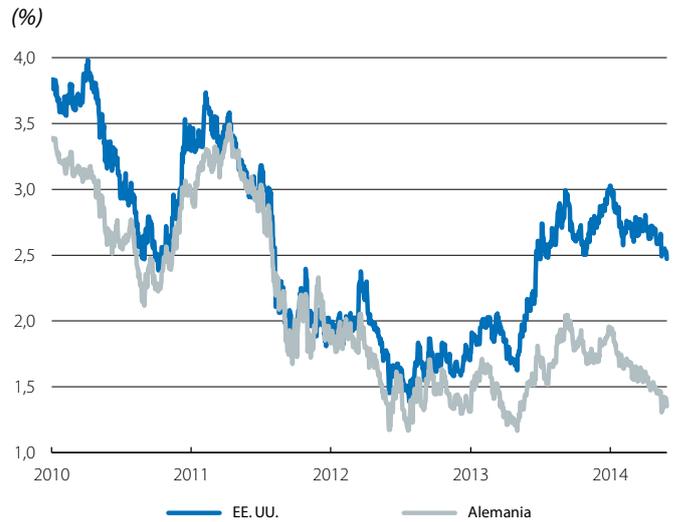
### EE. UU.: volatilidad implícita en los mercados financieros

(Bolsa: índice VIX; deuda pública: índice MOVE)



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

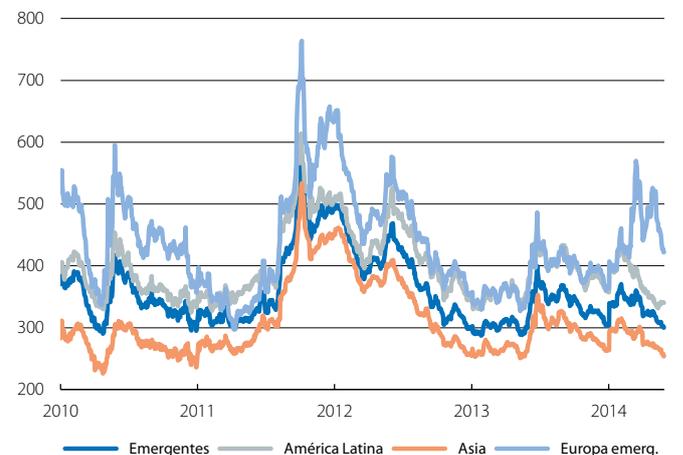
### Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

### Spreads de bonos corporativos de países emergentes

(Bonos en dólares; en p. b.)



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

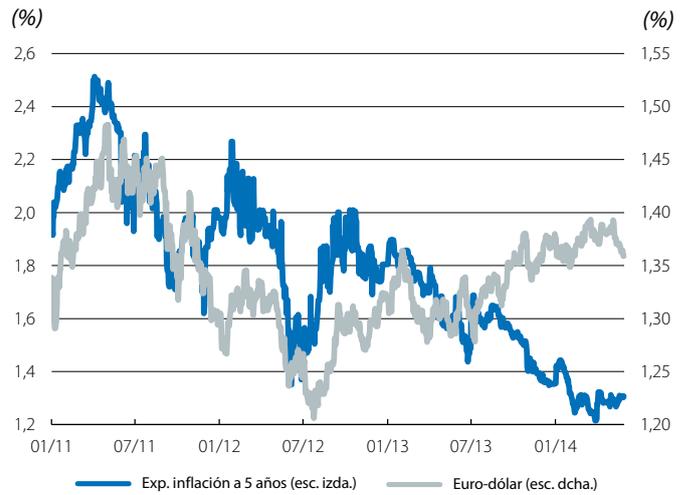
tales como una nueva subasta de liquidez a muy largo plazo (LTRO) condicionada a la concesión de préstamos a pymes, o un programa de compras selectivas de ABS. La reacción de los mercados ante este escenario esperado de mayor laxitud monetaria ha tenido como primeros efectos la caída de los tipos de interés euríbor y la depreciación del euro. La divisa comunitaria ha descendido más de un 2% en las últimas semanas, situándose alrededor de los 1,36 dólares.

**Las yields de los treasuries responden a las expectativas de laxitud monetaria.** El tono *dovish* de la Fed durante el último mes ha sido un factor muy importante, justo en un momento en el que la incipiente mejora de los datos de actividad podría haber provocado un tensionamiento de las *yields*. No solo no han aumentado, sino que han descendido notablemente. En el caso del *treasury* a 10 años, hasta la zona del 2,5%. Este movimiento se ha visto reforzado por el cierre de posiciones cortas en los mercados de derivados de renta fija por parte de inversores de carácter especulativo, sorprendidos con el pie cambiado. La clave de todo este escenario es la ausencia de presiones inflacionistas. La Fed está intentando resaltar este extremo, poniendo particular énfasis en argumentar y documentar que el mercado laboral dista mucho de la recuperación completa y, por ende, de ser un riesgo para la estabilidad de los precios. Lógicamente, la evolución de los indicadores con capacidad para anticipar la inflación (por ejemplo, los salarios) van a ser claves para los movimientos de los mercados financieros en los próximos meses. Desviaciones respecto al escenario benigno de la Fed podrían ser altamente perturbadoras para el mercado de bonos.

**Las yields de la deuda soberana de la eurozona también descienden.** Los reiterados preavisos del BCE sobre los estímulos monetarios se han sumado al efecto arrastre procedente de EE. UU. La *yield* del *bund* alemán a 10 años ha descendido hasta la zona del 1,35%, muy cerca de los mínimos históricos de 2012. También están cerca de nuevos mínimos históricos las rentabilidades de algunos países de la periferia, como ocurre en el caso de la deuda soberana española e italiana. Al buen momento del bono soberano español han contribuido en mayo, además de la mejora de los indicadores macroeconómicos, las valoraciones favorables de distintos organismos internacionales. De una parte, la subida del *rating* de España por S&P hasta BBB (desde BBB-), tras las recientes mejoras de calificación realizadas por Fitch (BBB+) y Moody's (Baa2). De otra, la revisión anual del FMI sobre la economía española, que ha deparado resultados positivos (aunque propone realizar nuevas reformas en diversos ámbitos).

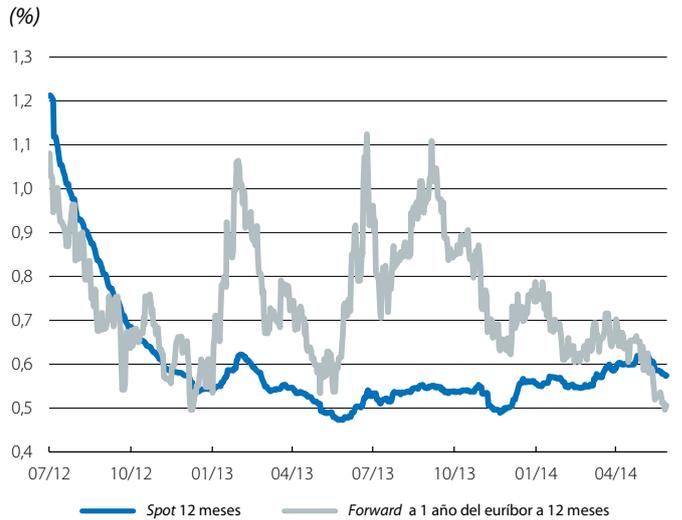
**Entre tanto, las condiciones mejoran favorablemente en los países emergentes, aunque no de manera uniforme.** La normalización de la situación vivida a principios de año ha desembocado en un entorno de menor incertidumbre. La acertada gestión de los Gobiernos y de los bancos centrales de muchos de estos países está siendo recompensada por los inversores con el retorno de parte de los capitales que salieron al comienzo de la crisis. Las bolsas y los bonos soberanos de algunas de

**Expectativas de inflación y evolución del euro frente al dólar**



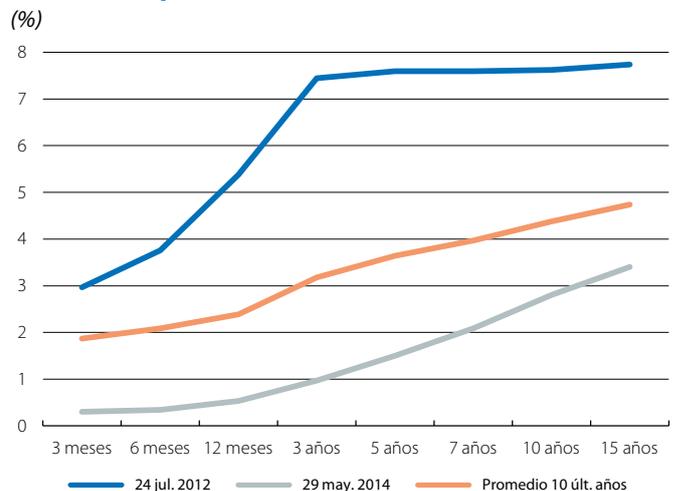
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurozona: tipos de interés euríbor**



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

**España: curva de rentabilidades de la deuda pública**



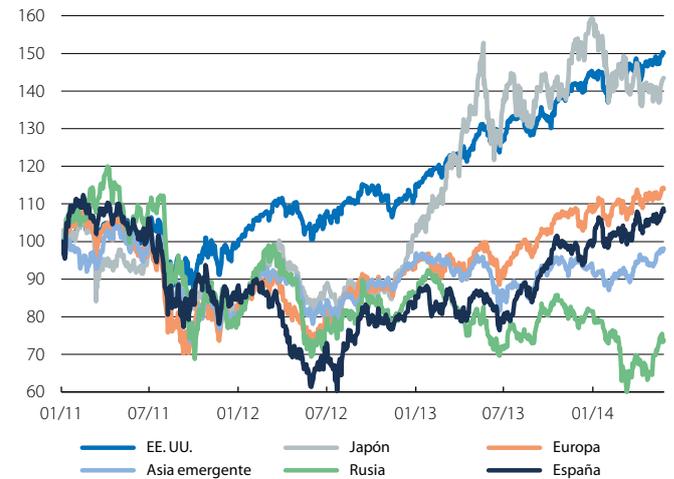
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

estas economías, como Indonesia, Turquía y Sudáfrica, están mostrando un comportamiento excepcional en los últimos meses, recuperando parte de las pérdidas sufridas en 2013. Por su parte, en China los indicadores de coyuntura apuntan al final de la desaceleración, y las actuaciones de la política económica recientes, como la liberalización del mercado de capitales en mayo, están sirviendo de apoyo a la reposición de las expectativas sobre su economía.

**Las bolsas se mantienen firmes.** La proyección de un escenario monetario laxo durante los próximos trimestres ha servido de apoyo a la mejora relativa de la cotización de los activos de renta variable. Esta circunstancia se ha intensificado a medida que las declaraciones de los responsables del BCE otorgaban más probabilidades a la adopción de nuevos estímulos monetarios en junio, llegando a reflejarse en los nuevos máximos de algunos de los índices bursátiles desarrollados como el S&P 500 y el DAX alemán. En Europa, el apetito por el riesgo de los inversores en parte se ha visto empañado por la deslucida campaña de resultados empresariales del 1T y por la alerta ante la disparidad del crecimiento entre los países *core* de la eurozona (Francia y Alemania). A pesar de los bajos niveles de volatilidad en las bolsas, el aumento de las dudas sobre la capacidad de recuperación de la actividad en la región y las tensiones entre Rusia y Ucrania han inclinado la balanza a favor de los valores defensivos frente a los cíclicos. No obstante, a nivel particular cabe destacar el buen comportamiento registrado por el Ibex 35, que acumula ganancias superiores al 7% en el cómputo anual. La buena marcha de la economía, el saneamiento del sistema bancario nacional y el descenso de la prima de riesgo constituyen los pilares para la consolidación de la tendencia alcista. En cuanto a los mercados emergentes, la relajación de los tipos de los *treasuries*, la mejora de las expectativas de crecimiento en el área y el mayor apetito por el riesgo de los inversores han favorecido el retorno de los flujos de capitales hacia estas economías, dando un mayor soporte a sus bolsas.

**El buen tono de los mercados de crédito corporativo se consolida.** Los abundantes niveles de liquidez global y el entorno de tipos de interés muy reducidos continúan desempeñando un papel clave a la hora de sostener las elevadas valoraciones y los reducidos *spreads* de la renta fija corporativa del bloque desarrollado. En Europa, esta dinámica está siendo reforzada por el incremento de las expectativas de que el BCE haga uso de medidas de estímulo. Ante este escenario, las grandes firmas financieras de la eurozona están aprovechando las condiciones actuales de los mercados para aumentar sus bases de capital a través de la emisión de bonos híbridos. Por su parte, las compañías no financieras de la región siguen buscando financiación a través de la emisión de deuda, en la mayoría de las ocasiones con calificación *high yield*. Sin embargo, la menor rentabilidad de los bonos de riesgo corporativos europeos frente a los norteamericanos, así como el agotamiento de la capacidad de emisión de algunas empresas europeas están suponiendo un descenso en el volumen agregado de las emisiones desde principios de año.

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



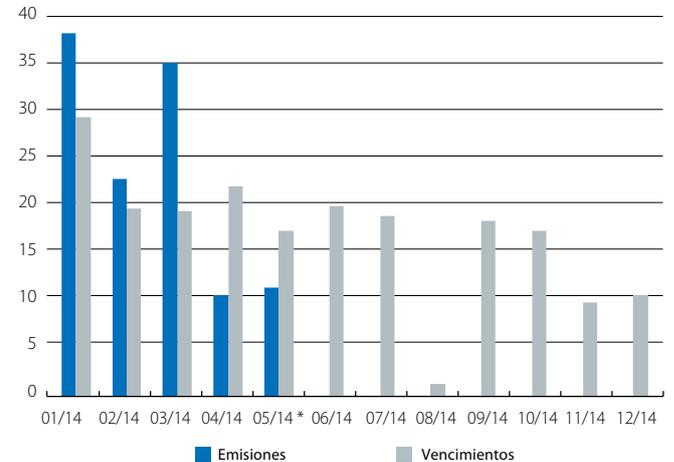
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurostoxx 600: sectores cíclicos y sectores defensivos**  
(Enero 2011 = 100)



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

**Europa: emisiones de deuda de empresas no financieras**  
(Miles de millones de euros)



Nota: \* Datos hasta el 16 de mayo.

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