

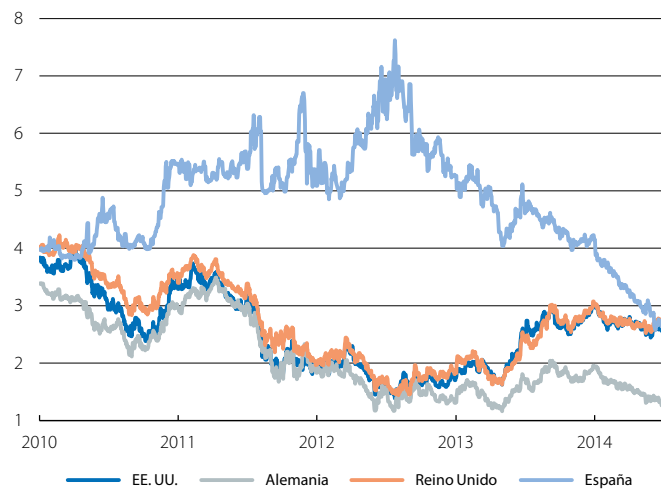
COYUNTURA · Sube la temperatura

La combinación de buenos datos de crecimiento económico con las actuaciones o mensajes ultraexpansivos de los bancos centrales ha ejercido, nuevamente, una influencia muy poderosa sobre los mercados. La Fed ha reiterado el mensaje *dovish* e insiste en que la normalización monetaria será lenta. Por su parte, el BCE ha adoptado un ambicioso paquete de medidas para apuntalar el crecimiento de la eurozona y alejar la amenaza deflacionista. La reacción de los inversores ha sido clara: los tipos de interés y *yields* libres de riesgo se han mantenido en niveles bajos (EE. UU.) o incluso han descendido aún más (Alemania); las primas de riesgo de los bonos corporativos, periféricos y emergentes se han estrechado, y las bolsas han subido hasta nuevos máximos históricos en algunos índices. Las volatilidades están en niveles muy bajos en todas las clases de activos. Uno de los eslabones clave de esta dinámica es el aumento del apetito por el riesgo entre los inversores. Sin embargo, el tono acomodaticio de los bancos centrales puede exagerar el grado de complacencia frente al riesgo, y provocar procesos de sobrecalentamiento de las cotizaciones y/o un endeudamiento insostenible.

El BCE imprime mayor laxitud a su política. La entidad cumplió con creces las expectativas y en la cita de junio decidió poner en marcha un amplio y ambicioso paquete de medidas expansivas (véase el Focus «El BCE mueve ficha»). Entre ellas destacan los recortes del tipo rector al 0,15% y de la remuneración de la facilidad de depósito al -0,10%, así como la concesión de préstamos a muy largo plazo a los bancos condicionada a la concesión de nuevo crédito (TLTRO, por sus siglas en inglés). Los motivos que justifican estas actuaciones son: (i) la conveniencia de relajar las condiciones monetarias (tipos a corto plazo y la cotización del euro), (ii) la necesidad de reactivar el crédito bancario, y (iii) el propósito de combatir el riesgo de deflación. Estas acciones podrían ayudar a una mejora gradual de la coyuntura económica y a un aumento de la inflación. No obstante, Draghi insistió en la disposición de la entidad para ampliar aún más los estímulos si fuera preciso. En este sentido, el BCE anunció que va a emprender preparativos para un eventual programa de compras de ABS (titulizaciones, posiblemente de créditos bancarios a pymes). El debate sobre su conveniencia y viabilidad es intenso. El presidente del BCE ha insinuado que tal herramienta solo se utilizará si la concesión de crédito y las expectativas de inflación no flexionan al alza. De momento, la reacción de los mercados monetarios ha sido inmediata, destacando el descenso de los tipos EONIA y euríbor a niveles mínimos. En los mercados de deuda también se ha observado un descenso de las *yields*. Por su parte, el tipo de cambio del euro ha cedido posiciones frente al dólar, pero no mucho: todavía se encuentra alrededor de los 1,36 dólares.

La Reserva Federal, sin prisa. La reunión del FOMC no levantó tanta expectación como la del BCE, aunque podría llegar a tener más impacto a medio plazo sobre los mercados. El tono fue claramente *dovish*. Es cierto que, tal como se esperaba, la Fed acordó un nuevo paso en el *tapering*, con la reducción de 10.000 mi-

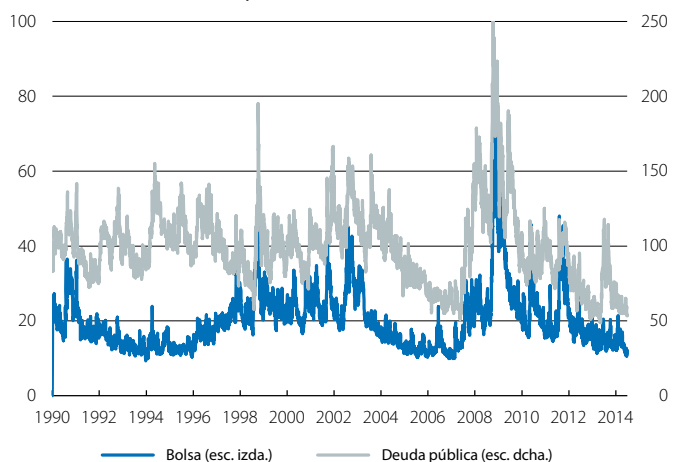
Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)



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

EE. UU.: volatilidad implícita en los mercados financieros

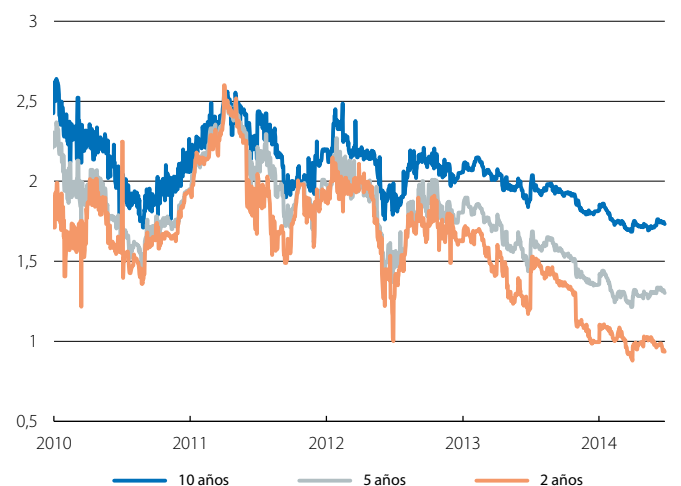
(Bolsa: índice VIX, deuda pública: índice MOVE)



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

Eurozona: expectativas de inflación

Swaps de inflación (%)



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

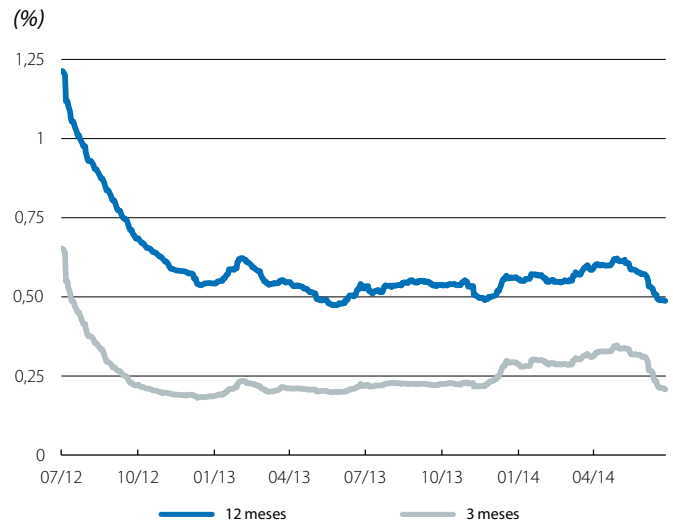
llones de dólares en el importe de las compras mensuales de bonos (que quedan en 35.000). Pero el resto de contenidos apuntan hacia la laxitud. De hecho, se esperaban más detalles sobre la hoja de ruta para la normalización monetaria y, sin embargo, la presidenta Yellen optó por concretar poco al respecto, aunque sí procuró transmitir el mensaje de que no hay prisa para dar el giro a la estrategia de la entidad. Insinuó que, una vez finalizado el *tapering* (a finales de año), se procederá a reinvertir los bonos que venzan, manteniendo así el tamaño del balance de la entidad. Con respecto a los tipos de interés oficiales, la consigna es mantenerlos en niveles bajos durante largo tiempo. La política de orientación (*forward guidance*) es, hoy por hoy, ambigua. Entre los miembros de la Fed hay consenso sobre la fecha de inicio de las subidas de tipos (mediados de 2015) y el nivel de equilibrio a largo plazo (3,75%). Pero hay mucha discrepancia sobre el ritmo de las subidas: para algunos el nivel apropiado a finales de 2016 ya debería de ser el 3,75%, mientras que para otros, tan solo el 1%. Yellen se posicionó a favor de un ritmo lento. Los mercados reaccionaron con agrado: estabilidad en los *treasuries* y subidas del S&P 500. Pero todo indica que el debate sobre la normalización monetaria permanecerá muy vivo, y posiblemente generará más volatilidad de la que ahora se observa.

Los países emergentes apuntan en la dirección correcta, pero a distintos ritmos. El diagnóstico agregado para estos países continúa mejorando. En el contexto de baja volatilidad que impera en los mercados financieros internacionales, los flujos de capitales hacia los mercados emergentes comienzan a recuperarse después de las salidas sufridas entre mayo de 2013 y principios de este año. Destacan dos puntos en este movimiento: (i) los sólidos indicadores de coyuntura en China, apoyados en el efecto positivo de las medidas de estímulo fiscal y monetario, y (ii) el avance, aunque modesto, en la corrección de los desequilibrios en los países asiáticos. El contrapunto lo ponen países como Brasil y Turquía, cuyas economías siguen sometidas a una excesiva presión inflacionista.

La laxitud monetaria deja huella en el mercado de bonos norteamericanos. La estabilidad de las TIR de los *treasuries* continúa siendo la tónica dominante, en un escenario de escasa volatilidad. A la vista de esta evolución, parece que los inversores han otorgado más peso al tono *dovish* de la presidenta de la Fed que al debate abierto entre los miembros de la institución sobre el nivel apropiado de los tipos de interés para los próximos años. Adicionalmente, la confirmación del socavón del PIB en el inicio del año y la lenta recuperación del consumo de las familias han influido en el ánimo de los agentes a lo largo de junio. No obstante, si como esperamos la actividad económica sigue expandiéndose y el mercado laboral sigue mejorando, ante las primeras señales de repunte de la inflación, cabe esperar que los próximos meses sean testigos de un alza de los tipos de interés a lo largo de todos los tramos de la curva.

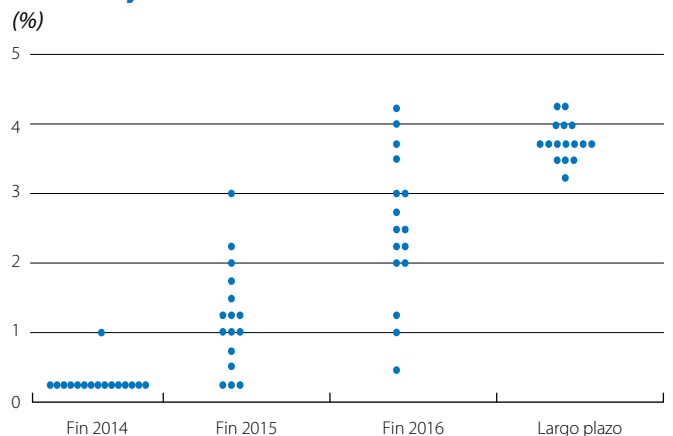
Las *yields* de la deuda soberana europea han vuelto a descender. Las medidas adoptadas por el BCE y el posicionamiento de la Fed han sido argumentos suficientes para que el *search for yield* de los inversores se haya intensificado. Ello ha favoreci-

Eurozona: tipos de interés euríbor



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

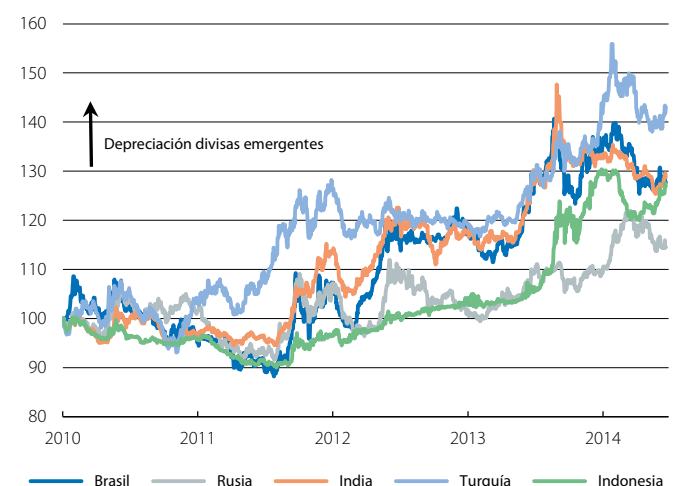
Fed: nivel apropiado para el tipo de interés oficial según los miembros del Comité del 18 de junio



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

Cotización de divisas emergentes frente al dólar

(Enero 2010 = 100)



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

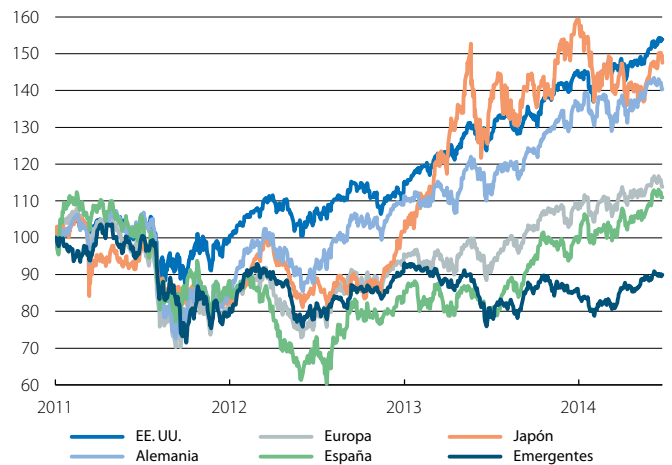
do la disminución de la rentabilidad del *bund* alemán a 10 años hasta el 1,25% a finales de junio. En cuanto a la periferia, el comportamiento ha sido bueno, pero se aprecia que el *rally* de los últimos trimestres pierde velocidad. Así, la prima de riesgo soberano española ha oscilado alrededor de los 135 puntos básicos, un nivel que se antoja alineado con las variables fundamentales. A medio plazo, es previsible que las medidas del BCE favorezcan en mayor medida la deuda periférica frente a la de los países del núcleo. En España, el Tesoro ha cerrado el primer semestre del año con un balance positivo, habiendo cubierto el 57% del total de emisiones brutas previstas para el ejercicio.

La renta variable gana posiciones. El incremento del apetito por el riesgo, reforzado por unas volatilidades muy reducidas, marca el buen momento de las bolsas internacionales. Índices como el S&P 500 y el DAX, en los que persisten ciertas señales de sobrecompra, han establecido nuevos máximos históricos. A la mejora de las cotizaciones han contribuido varios factores, como la laxitud monetaria, la mayor afluencia de capitales hacia la renta variable, la capacidad de expansión de los múltiplos (superior en el mercado de acciones que en el de bonos) y el repunte de la actividad de fusiones y adquisiciones globales. En España, el Ibex 35 se ha situado durante gran parte de las sesiones de junio por encima de los 11.000 puntos, gracias a la consolidación del crecimineto y a los anuncios del BCE. Sin embargo, en el entorno actual se identifican varios aspectos que podrían amenazar la bonanza bursátil: unas ratios de valoración elevadas en la bolsa de EE. UU., unos indicadores de sentimiento exuberantes y la probable caída en la complacencia por parte de los inversores. Tampoco se deberían obviar los riesgos derivados del conflicto entre Rusia y Ucrania, ni las recientes tensiones en Irak con sus consecuencias sobre el precio del petróleo. Por su parte, los índices bursátiles de países emergentes han seguido revalorizándose durante las últimas semanas. La estabilización de las primas de riesgo de sus economías y la liquidez proporcionada por las autoridades monetarias desarrolladas han sido el catalizador para el retorno de los flujos extranjeros.

Los bonos corporativos aprovechan la coyuntura. La actuación de los bancos centrales está siendo clave para el desarrollo de los mercados de capitales, y en concreto para la renta fija privada. Las últimas novedades en el terreno monetario están facilitando, aún más si cabe, la caída de los *spreads* de los bonos de compañías de países desarrollados a niveles muy reducidos. En Europa, a excepción de la deuda corporativa sénior, 2014 está siendo un buen año para el mercado primario. La cifra del volumen total de emisiones en el primer semestre se sitúa cerca de los 800.000 millones de euros, un 12% superior a la del mismo periodo de 2013. Los bonos híbridos y *high yield*, junto con la deuda subordinada de las entidades financieras, están abasteciendo el aumento de la demanda de productos de alto riesgo y elevados rendimientos. La sobreactividad en estos segmentos del mercado de bonos se sitúa en niveles similares a los anteriores a la crisis financiera. Esta circunstancia está encendiendo alertas sobre la posible formación de burbujas de crédito en algunos sectores, y la irracionalidad de ciertas emisiones en un contexto en el que se rebajan las garantías para los bonistas.

Evolución de las principales bolsas internacionales

(Enero 2011 = 100)



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

Deuda corporativa: primas CDS

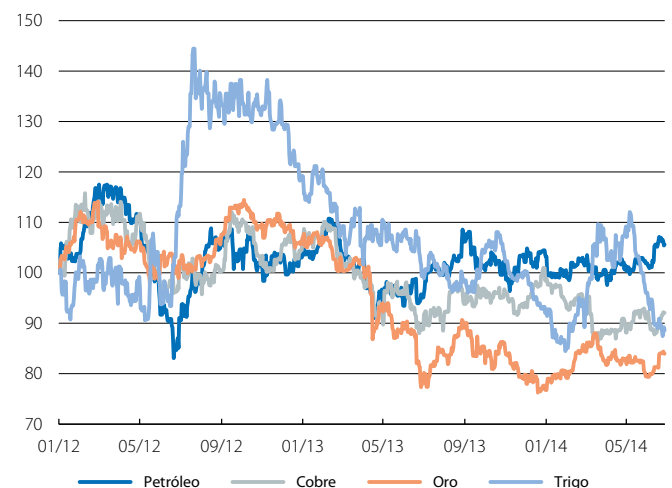
(p. b.)



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

Evolución de las materias primas

(Enero 2012 = 100)



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