

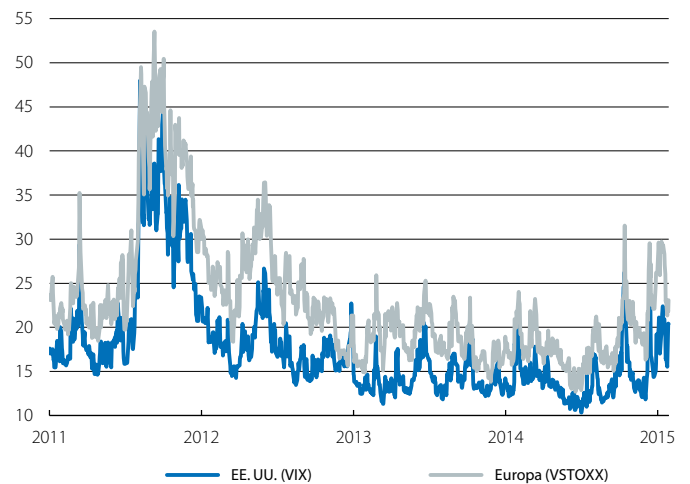
COYUNTURA · Un inicio de año marcado por los contrastes

El BCE disipa las dudas acerca de su estrategia monetaria, pero otros interrogantes permanecen en el horizonte. El comienzo de 2015 ha estado dominado por la volatilidad. Esta circunstancia se ha visto alimentada principalmente por tres aspectos. El primero, la intensificación de la caída de los precios del crudo y sus efectos sobre las expectativas de inflación globales. El segundo, la incertidumbre en torno al desenlace electoral en Grecia. El último responde a las actuaciones de varios bancos centrales en clave defensiva ante las expectativas de la inminente puesta en marcha del *quantitative easing* (QE) del BCE. Con todo, esta última incógnita se ha despejado de forma favorable en el tramo final del mes: la entidad ha lanzado un ambicioso programa expansivo que incluye la compra de deuda soberana con el fin de evitar los riesgos deflacionistas y dinamizar el crecimiento de la economía de la región. El refuerzo de unas condiciones monetarias en la eurozona, ya de por sí muy laxas, supondrá un claro impulso para las cotizaciones de los activos de riesgo europeos. No obstante, los múltiples focos de riesgo abiertos y la creciente divergencia de la política monetaria en el plano global mantendrán la volatilidad en cotas elevadas.

La Reserva Federal, en modo espera. La primera reunión del año deparó pocas sorpresas. La institución resaltó el sólido crecimiento de la economía norteamericana, donde destacan la robusta mejora de la creación de empleo, del consumo de las familias y de la inversión empresarial. Sin embargo, reconoció que la inflación sigue en cotas reducidas a causa, principalmente, del abaratamiento de la energía. Ante esta coyuntura, la autoridad mantuvo el tipo oficial en el nivel actual (0%-0,25%), y apuntó que tendrá en cuenta la información obtenida a través de varias variables (el crecimiento económico global, la inflación, la divisa y los acontecimientos internacionales) para determinar la duración de las condiciones ultralaxas. En cualquier caso, la Fed reiteró que será «paciente» antes de iniciar la normalización monetaria. En suma, la Fed ha optado por no precipitarse y permanecer a la espera antes de endurecer su discurso. En este sentido, esperamos que la autoridad monetaria no se desvíe de esta pauta, por lo que situamos la primera subida de tipos en noviembre, en línea con el consenso de inversores.

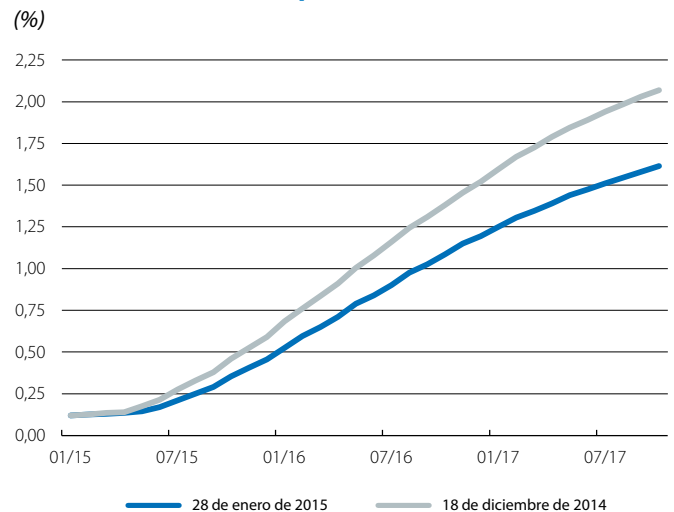
El BCE se ajusta al guion y pondrá en marcha la compra de deuda soberana (QE) a partir de marzo. Ante el deterioro de las expectativas de inflación y la discreta efectividad de las medidas adoptadas hasta la fecha, el Consejo de Gobierno de la entidad ha ampliado el programa de compra de activos. En concreto, las compras de deuda mensuales ascenderán a 60.000 millones de euros y estarán compuestas por títulos de deuda soberana (bonos de Gobierno, deuda de agencias nacionales y europeas) y deuda privada (programas ya existentes de cédulas y ABS). Entre los aspectos positivos, cabe destacar el tamaño total del programa (1,1 billones de euros) y su posible extensión más allá de septiembre de 2016 si la inflación no da mues-

Volatilidad implícita de las bolsas de EE. UU. y de Europa Nivel



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

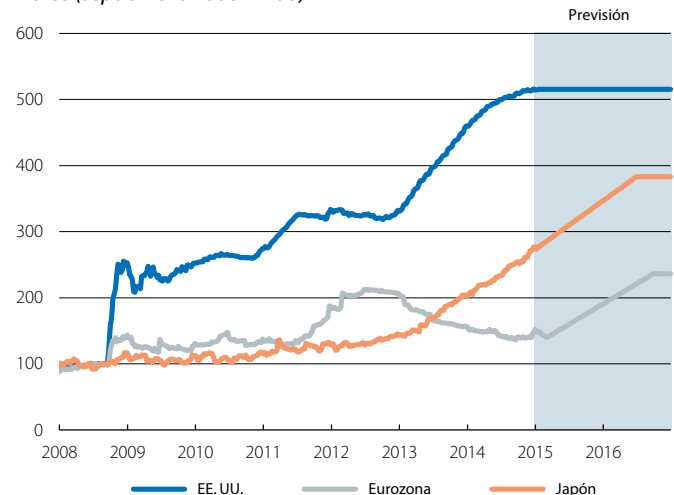
EE. UU.: forwards del tipo oficial de la Fed (%)



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

Balance de los principales bancos centrales

Índice (septiembre 2008 = 100)



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

tras de converger hacia su objetivo de medio plazo (2%). En contraposición, el elevado riesgo crediticio que deberán asumir los bancos centrales nacionales (80% de las compras de deuda pública y de agencias nacionales) proporciona una lectura menos favorable. A medio plazo, estas actuaciones expansivas deberán traducirse en el aumento de las expectativas de inflación y la mejora de los agregados bancarios y de la actividad.

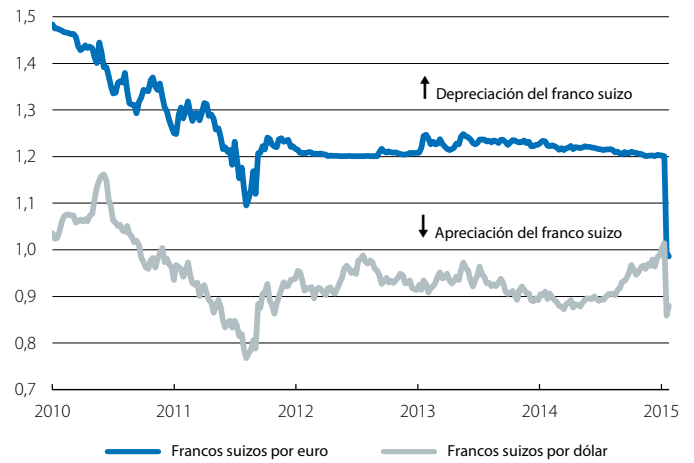
El banco central suizo (SNB) anuncia la supresión del límite del franco suizo frente al euro. El trasfondo de esta decisión obedece a la gran dificultad que supondría para las autoridades monetarias suizas ceñirse al tipo de cambio mínimo (1,20 francos por euro) ante la implementación del QE en la UEM. La actuación del SNB, del todo inesperada, provocó la apreciación del 13% y del 10% del franco respecto al euro y el dólar, respectivamente, hasta finales de enero, y desembocó en elevadas dosis de volatilidad en los mercados de divisas. Además, el SNB también rebajó el tipo oficial de depósitos hasta el -0,75% con el fin de imprimir mayor laxitud monetaria y tratar de contener los efectos indeseados de la apreciación del franco. El SNB no ha sido la única institución monetaria que ha rebajado los tipos de interés. Los bancos centrales de Dinamarca y Canadá han actuado en esta misma dirección: el primero, con el fin de contener la apreciación sobre su divisa, y el segundo, a causa de las presiones desinflacionistas.

Los treasuries recogen la volatilidad global. Los efectos de la actuación del banco central suizo sobre los mercados de divisas, las amenazas deflacionistas globales y la incertidumbre sobre los comicios griegos favorecieron el *flight to quality* de los flujos de capitales hacia la deuda norteamericana. Además, aspectos de carácter doméstico, como la ausencia de presiones inflacionistas vía salarios y la moderación de las expectativas de subidas de los tipos oficiales por parte de la Reserva Federal, han pronunciado la caída de la pendiente de la curva. No obstante y de cara a los próximos trimestres, el buen pulso de la actividad económica en EE. UU., debería respaldar la recuperación de la rentabilidad de los bonos a medio y largo plazo.

Los mercados acogen con agrado las decisiones del BCE. Si bien los inversores estaban anticipando alguna clase de actuación por parte de la entidad europea desde finales de diciembre, el anuncio del QE soberano en la eurozona, más agresivo de lo previsto, ha supuesto un descenso adicional en las rentabilidades de los bonos, tanto de los países *core* como de la periferia. El *bund* alemán se ha situado en mínimos históricos de rentabilidad, por debajo del 0,4%. De igual manera, y alimentados por la incertidumbre sobre el futuro político de Grecia, los tramos cortos de la deuda pública de algunos países, como Alemania, Holanda y Francia están ofreciendo rentabilidades negativas. En la periferia, el impacto del anuncio de las medidas del BCE se tradujo en reducciones de TIR en todos los tramos, con estrechamiento de los diferenciales y aplanamiento en las pendientes. Destaca el descenso histórico de la *yield* del bono español a 10 años hasta el 1,38%. En cuanto a Grecia, la elección de Syriza al frente del Gobierno ha reavivado los temores de los inversores, lo que se ha traducido en fuertes alzas en las *yields* de la deuda pública griega y notables caídas de la bolsa de Atenas. Estas últi-

Tipo de cambio del franco suizo frente al euro y al dólar

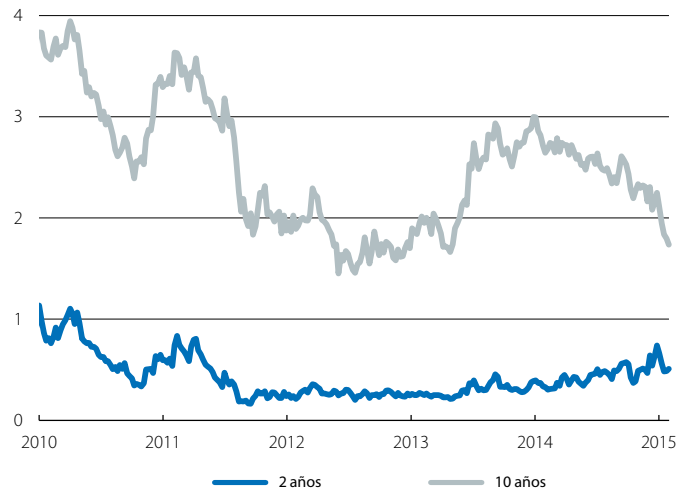
(Francos suizos)



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

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública

(%)

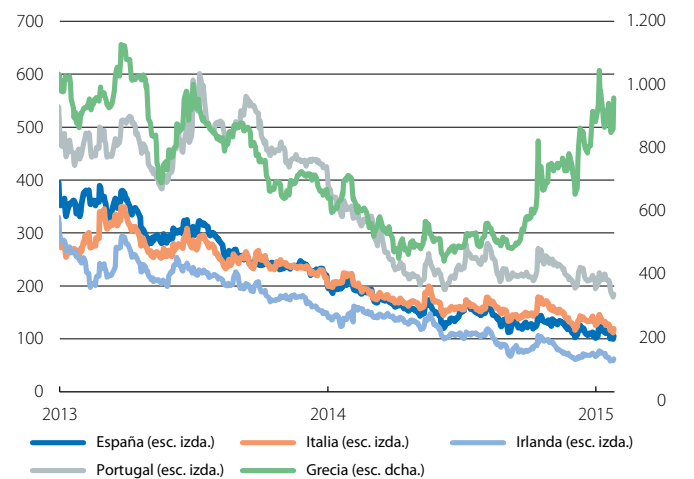


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: spreads de la deuda pública a 10 años

(p. b.)

(p. b.)



Nota: Spread respecto a la rentabilidad del bono alemán a 10 años. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

mas se han visto intensificadas por las tensiones de liquidez aparecidas en el sector financiero. No obstante, destaca la ausencia de contagio al resto de la deuda de la periferia europea, atribuible en parte a la puesta en marcha del QE soberano del BCE.

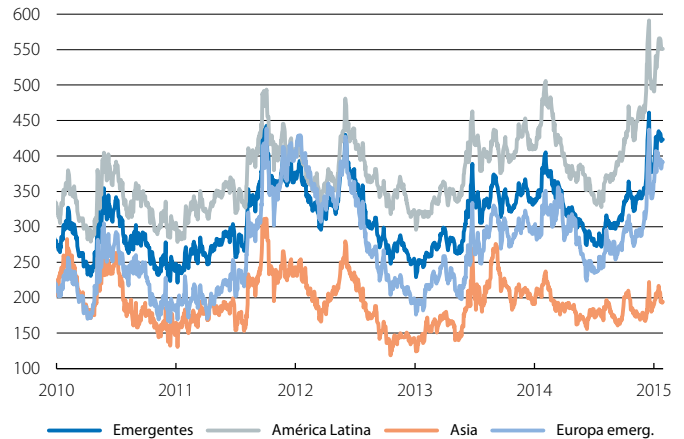
La laxitud monetaria se traslada al bloque emergente. El abaratamiento de las materias primas, especialmente del petróleo, ha reducido las presiones inflacionistas a nivel global. Esta circunstancia ha sido aprovechada por algunos bancos centrales emergentes como el de la India, que ha sorprendido con una bajada de los tipos de interés. Por su parte, el deterioro del entorno macroeconómico y financiero de Rusia comienza a incidir tanto en el ámbito corporativo como en el bancario. Las crecientes tensiones de solvencia y liquidez del sector financiero constituyen un foco de vulnerabilidad para la economía rusa, y pueden verse agravadas por la rebaja del *rating* soberano. Ante este escenario, el banco central ruso ha reducido, inesperadamente, el tipo rector en 200 p. b. hasta el 15%. El caso de Brasil, en cambio, se erige como una excepción en este contexto de rebaja de tipos, con una subida del tipo rector de 50 p. b. hasta el 12,25%.

Las medidas del BCE dan un respiro a la renta variable. El inicio del ejercicio ha estado marcado por el aumento de la frecuencia y la amplitud de los episodios de volatilidad. La intensa caída del precio del crudo, las actuaciones inesperadas de algunos bancos centrales, la desaceleración de la economía china y la amenaza deflacionista global fueron argumentos suficientes para mermar la confianza de los inversores, que optaron por activos más seguros como la deuda pública. Sin embargo, la tendencia de los principales índices globales, y de los europeos en particular, se tornó positiva después de que el BCE anunciara la ampliación y la duración de su programa de compra de activos. En suma, estos factores han relegado a un segundo plano la campaña de resultados empresariales del 4T 2014. Para las compañías del S&P 500, el balance está siendo positivo hasta el momento, aunque menos que en ejercicios anteriores debido a la caída de las ganancias de las empresas energéticas y al efecto de la apreciación del dólar. Por el contrario, para la eurozona se espera que la extensión del balance del BCE y la depreciación del euro constituyan palancas importantes sobre las que se asentará la mejora de los beneficios corporativos.

La depreciación del euro se intensifica. El anuncio de la expansión monetaria del BCE imprimió mayor vigor a la pérdida de valor del euro frente a las principales divisas. La moneda europea llegó a cambiarse a 1,11 dólares, su valor más bajo en 11 años, si bien recuperó vigor en las jornadas posteriores hasta situarse alrededor de 1,14 dólares. La divergencia existente entre las políticas monetarias del BCE y de la Fed anticipa que la tendencia depreciatoria del euro se mantendrá durante este año, aunque la contención de las expectativas de normalización de los tipos en EE. UU. podría revertir puntualmente este movimiento. En cuanto a las materias primas, el precio del barril de crudo Brent ha seguido descendiendo, situándose alrededor de los 50 dólares. Otra referencia significativa la encarna el abaratamiento del cobre. Su cotización se ha visto afectada negativamente ante la moderación de las perspectivas de crecimiento mundial.

Spreads de bonos soberanos de los países emergentes *

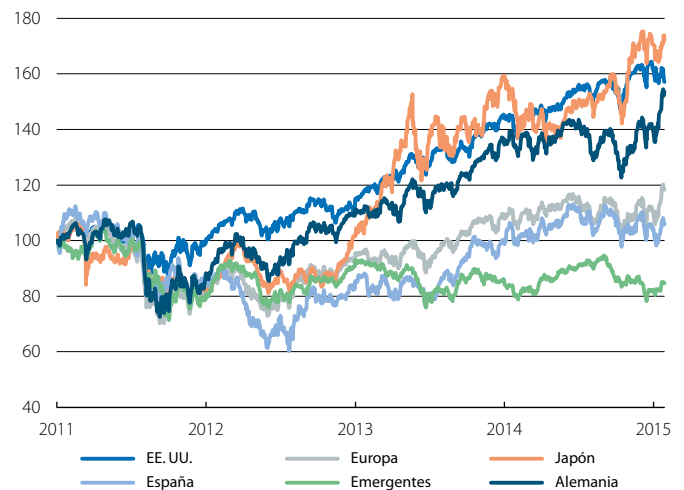
(p. b.)



Nota: * Respecto a una cesta de bonos de EE. UU.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de las principales bolsas internacionales

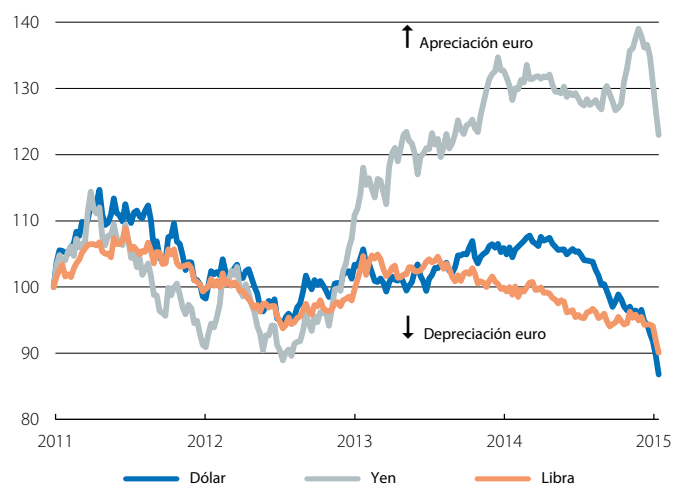
Índice (enero 2011 = 100)



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

Cotización de diferentes divisas frente al euro

Índice (enero 2011 = 100)



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