

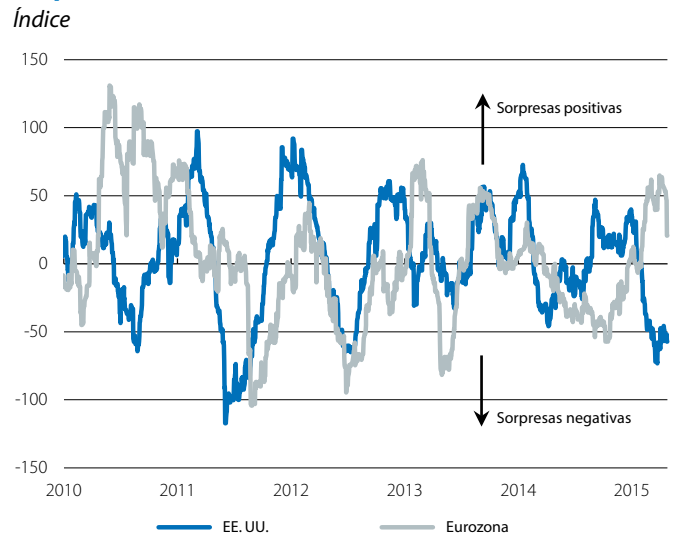
COYUNTURA · Un alto en el camino: viejos obstáculos y nuevos retos

La reparación de turbulencias en el último tramo del mes plantea algunos interrogantes. El mes de abril ha sido testigo de mercados contrastes en la evolución de los mercados financieros europeos. Los primeros compases del mes estuvieron protagonizados por el avance firme de las cotizaciones de los activos de riesgo europeos, al calor de un sentimiento inversor boyante tras la puesta en marcha del QE soberano y las sorpresas positivas de crecimiento de la eurozona. Sin embargo, la continuidad de esta pauta favorable, vigente desde inicios de año, se ha frenado en el tramo final del mes por la intensificación de los problemas de liquidez de Grecia y el enquistamiento de las negociaciones entre las autoridades helenas y las europeas. En EE. UU., a diferencia de lo observado en Europa en los últimos meses, la debilidad de los indicadores de coyuntura mantiene un pulso titubeante en las bolsas estadounidenses. Las perspectivas poco halagüeñas sobre los beneficios corporativos de los próximos trimestres pueden limitar la reactivación a corto plazo del *momentum* alcista en los mercados de acciones estadounidenses. En este contexto de indecisión, los pasos que dé la Reserva Federal (Fed) en su proceso de normalización monetaria cobran especial relevancia.

La fase de pausa que atraviesan los mercados internacionales puede prolongarse, máxime si la situación en Grecia no muestra señales de progreso. Aunque las volatilidades de los activos financieros permanecen en niveles bajos, los indicadores técnicos y de sentimiento desaconsejan bajar la guardia, particularmente en Europa. En este sentido, pensamos que la probabilidad de que a corto plazo tengan lugar correcciones de alcance modesto e intermitente en los activos de riesgo europeos supera a la de continuidad del *rally*. Por otro lado, los activos del área emergente han mostrado un mejor desempeño relativo frente al de los desarrollados. La implicación de las autoridades chinas en relajar las condiciones monetarias y financieras, junto con el mensaje cauto derivado de los últimos comunicados de la Fed, han sido el principal sustento de este clima constructivo. No obstante, el trasfondo generalizado del bloque emergente es de debilidad, por lo que la calma reinante puede dar paso a vaivenes de intensidad moderada.

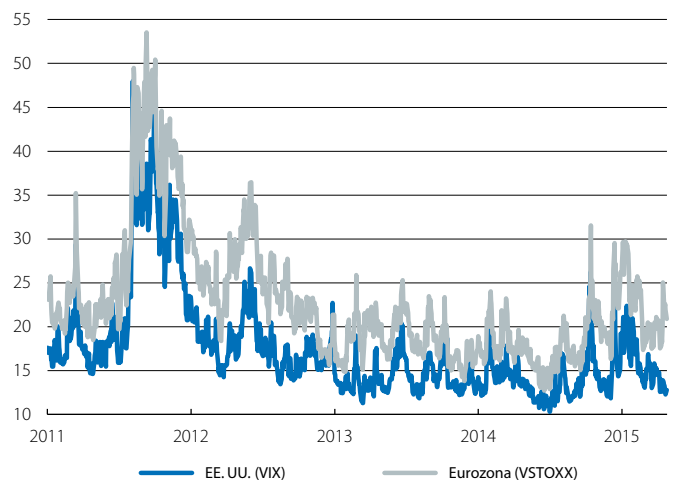
El mercado de deuda pública europeo, bajo la influencia de fuerzas contrapuestas. Los cada vez más acuciantes problemas de liquidez del Ejecutivo griego han intensificado los flujos de huida hacia la deuda *core* y la presión vendedora sobre la deuda soberana periférica. Su incidencia en el diferencial de rentabilidad de la deuda española, italiana y portuguesa ha sido contenida. De cara a las próximas semanas, el régimen de mayor volatilidad persistirá, al calor de las vicisitudes que deparen las negociaciones de Grecia y las instituciones europeas. Con todo, no contemplamos un deterioro severo y sostenido de la deuda periférica. La buena marcha del programa de compra de deuda pública del Banco Central Europeo (BCE) y la ampli-

Sorpresas económicas



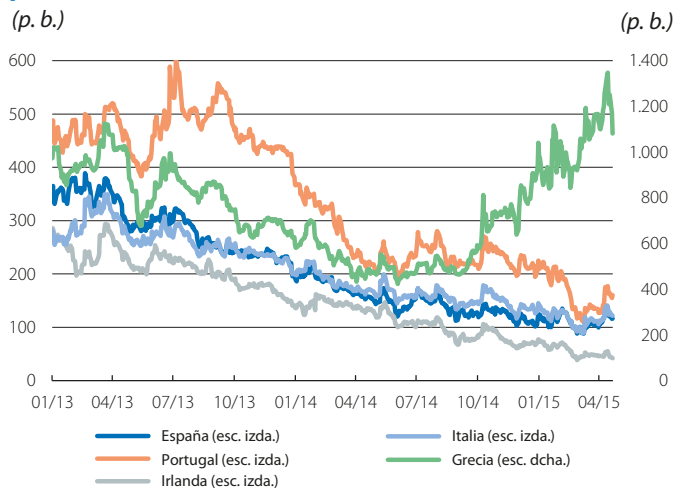
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Volatilidad implícita en las bolsas internacionales (%)



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

Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años *



Nota: * Diferencial respecto al bono alemán a 10 años.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

tud cada vez mayor de las señales de crecimiento en la eurozona justifican esta visión.

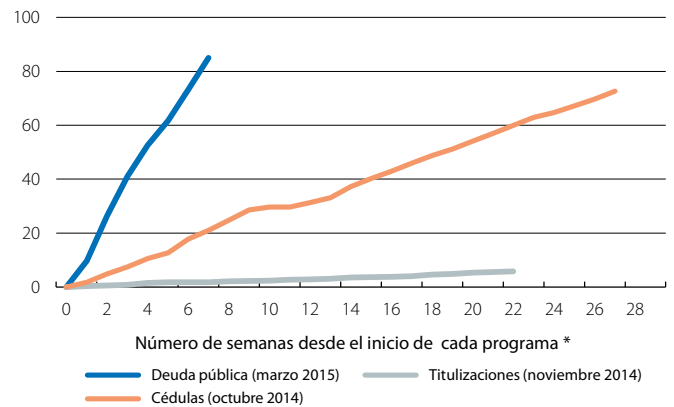
Entre tanto, el BCE reitera que su compromiso para implementar el QE soberano es firme. En la última reunión del BCE, Mario Draghi recalzó que el programa de compra de deuda pública se extenderá hasta, al menos, septiembre de 2016. En paralelo, el mandatario europeo negó la existencia de un problema de escasez en el mercado de bonos europeos y descartó la posibilidad de rebajar la remuneración de la facilidad de depósito. No obstante, parece claro que el BCE se reserva un cierto margen de maniobra que le otorga flexibilidad para actuar en caso de que las circunstancias así lo aconsejen. En este sentido, creemos que un eventual cese del QE soberano antes de septiembre de 2016 es un escenario remoto, pero no descartable si crecimiento e inflación sorprenden positivamente de forma recurrente. Hasta la fecha, la autoridad monetaria europea ha adquirido 85.000 millones de euros en títulos de deuda pública, en línea con el objetivo mensual, situado alrededor de los 45.000 millones.

La Fed mantiene un mensaje prudente ante el débil pulso de la economía en el 1T 2015. En su reunión de finales de abril, el Comité ofreció una interpretación menos favorable sobre la coyuntura económica estadounidense. El comunicado de la autoridad monetaria resalta el freno de la actividad en los meses de invierno, así como la moderación reciente en el ritmo de creación de empleo. De todos modos, los miembros de la Fed señalan el carácter transitorio de este menor pulso, consecuencia, en buena medida, de factores meteorológicos y de las huelgas en los puertos de la costa oeste de EE. UU., por lo que mantienen su perspectiva de crecimiento moderado a medio plazo. Esta lectura refuerza nuestro escenario de normalización lenta y gradual, con una primera subida del tipo de interés oficial en el 4T. No obstante, la eliminación del *forward guidance* por parte de la autoridad monetaria puede traducirse en una mayor volatilidad en la cotización de los activos estadounidenses, más expuestos ahora a la evolución de los indicadores de actividad. En este sentido, esperamos que el incipiente repunte de la rentabilidad de la deuda pública de EE. UU. se mantenga a medio plazo, especialmente ante la mejora de las expectativas de inflación, aunque no descartamos que tenga lugar de forma intermitente.

La recuperación de los flujos inversores favorece el avance de la cotización de los activos emergentes. El mes de abril ha estado marcado por un viraje significativo en el precio de los activos de riesgo emergentes, así como por nuevos descensos de la rentabilidad de su deuda pública. Los principales factores que han respaldado esta tendencia han sido tres. Primero, un inicio de las subidas del tipo oficial de la Fed más tardío de lo esperado, que ha devuelto momentáneamente el apetito inversor por los activos de los países emergentes. En segundo lugar, el repunte del petróleo ha reducido ligeramente las dudas que planeaban sobre las finanzas de algunos países extractores de crudo. Por último, también han contribuido las políticas expansivas adoptadas por los países emergentes. En

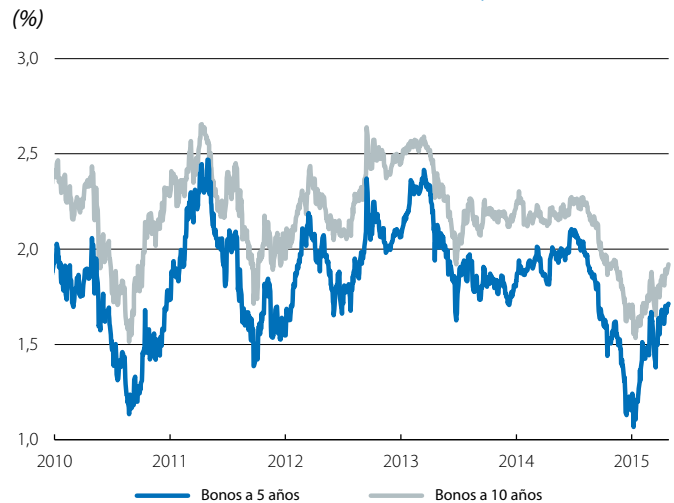
Eurozona: compras de activos bajo distintos programas del BCE

Volumen acumulado desde el inicio del programa (miles de millones de euros)



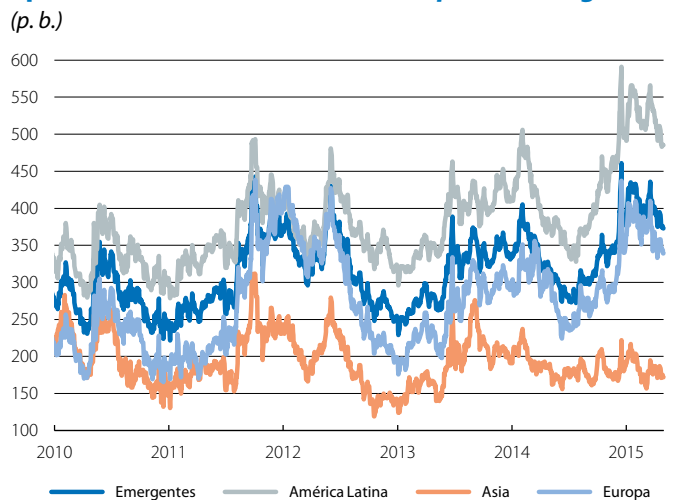
Nota: * Entre paréntesis, la fecha de inicio de cada programa.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: expectativas de inflación a 5 y 10 años *



Nota: * Implícitas en los bonos indexados a la inflación.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Spreads de bonos soberanos de los países emergentes * (p. b.)



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

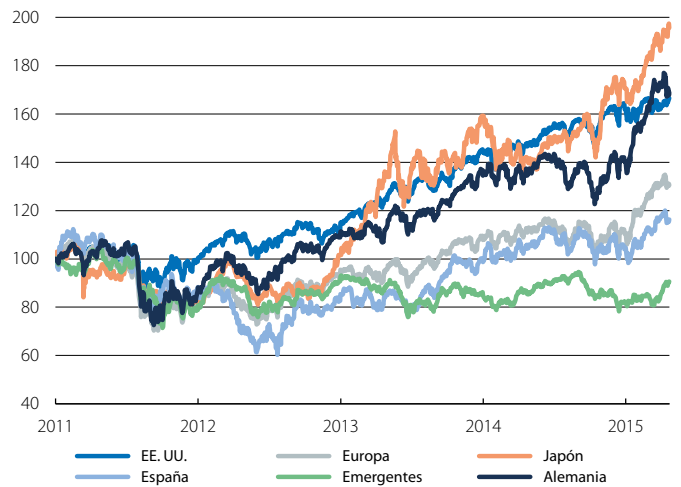
este último aspecto, destaca la postura activa que han adoptado las autoridades chinas. Así, el banco central de China ha recortado los requisitos de reservas de los bancos del país en 100 p. b., hasta el 18,5%, lo que supone la segunda reducción desde marzo con el objetivo de estimular el crédito. Paralelamente, la autoridad monetaria también ha aprobado la instauración de una nueva facilidad de crédito orientada a apoyar la demanda de bonos emitidos por las corporaciones locales chinas ante las dificultades de refinanciar su deuda. Este perfil acomodaticio de los bancos centrales emergentes se ha visto confirmado por las decisiones adoptadas en Rusia y Tailandia. En el otro lado del espectro, el banco central de Brasil mantiene una estrategia restrictiva para controlar las presiones inflacionistas.

Las bolsas de los países avanzados se toman un respiro. El optimismo imperante en las bolsas europeas desde inicios de año ha dado paso a un clima dominado por la cautela. La reaparición de los temores en torno a la solvencia de Grecia ha sido la principal causante. Por otro lado, el progresivo agotamiento de los factores que originaron el rally bursátil (expectativas y puesta en marcha del QE, mejora de las perspectivas económicas de la eurozona) también ha influido en la pérdida de vigor de las bolsas. En paralelo, las condiciones de sobrecompra que muestran los índices europeos y las cada vez más exigentes ratios de valoración (PER) han favorecido los retrocesos bursátiles. Esperamos, sin embargo, que el mercado de acciones europeo recupere el pulso basándose en el crecimiento esperado de los beneficios y en un escenario de mayor tracción de la actividad. En EE. UU., si bien es cierto que las revisiones a la baja de los resultados empresariales no contribuirán en sentido favorable, el margen para asistir a sorpresas positivas es considerable. Una premisa que también es válida en el frente macroeconómico, especialmente tras el débil dato de crecimiento de la economía norteamericana en el 1T.

Los bancos centrales seguirán atentos a la evolución del dólar y del petróleo, cuyas cotizaciones influirán notablemente en el avance de la inflación en 2015. Durante el mes de abril, ambos factores han tenido un papel importante en el comportamiento de los precios. Por lo que respecta al canal de la divisa, sobresale el viraje en la tendencia apreciatoria del dólar, que se ha depreciado un 6% respecto al euro desde la cotización máxima alcanzada en marzo (de 1,05 a 1,12 dólares por euro). Este debilitamiento del dólar se ha observado también en relación con el grueso de monedas emergentes, lo que ha supuesto un atenuante temporal para aquellos países con un elevado nivel de deuda emitida en la divisa estadounidense. No obstante, esperamos que el dólar retome la senda apreciatoria en lo que queda de año. Por lo que respecta al petróleo, se observa un encarecimiento del 21% en el precio del barril de Brent en abril, hasta los 66,8 dólares. El ascenso gradual del precio del crudo, previsto hasta finales de año, seguirá contribuyendo a la recuperación de la inflación a nivel global.

Principales bolsas internacionales

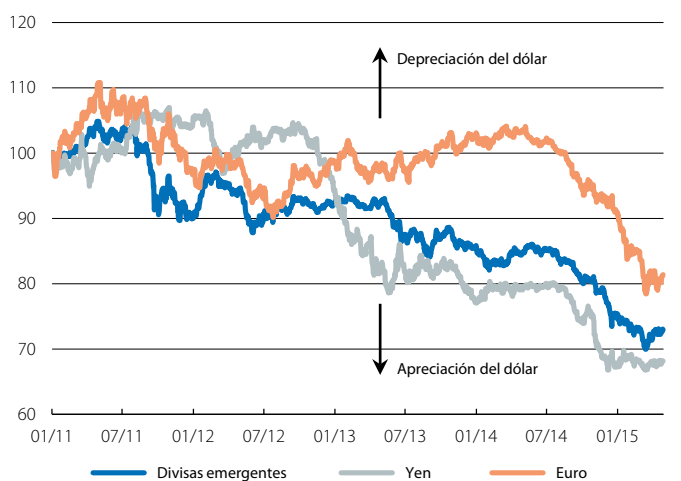
Índice (enero 2011 = 100)



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

Cotización divisas frente al dólar

Índice (enero 2011 = 100)

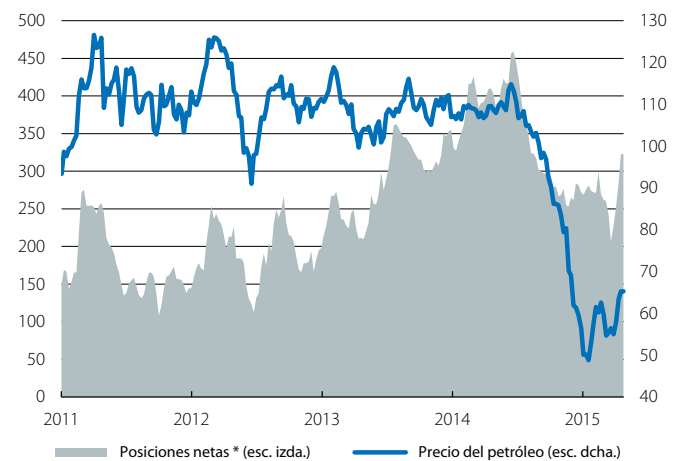


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Petróleo: cotización y posiciones especulativas netas

(Miles de contratos)

(Dólares por barril)



Nota: * Posiciones largas netas de las posiciones cortas sobre el petróleo.

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