

COYUNTURA · El mercado de deuda pública, en el punto de mira

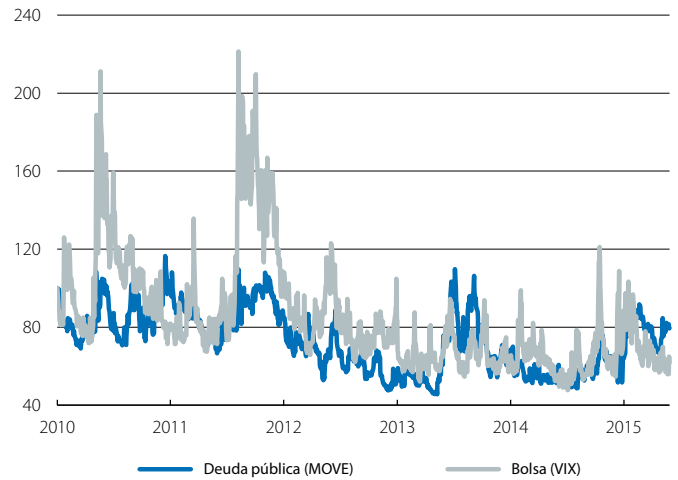
Los tipos de interés en la eurozona viran al alza tras el letargo de los últimos años. En un mes de mayo con escasas referencias por parte de los principales bancos centrales desarrollados, el súbito incremento de las rentabilidades de la deuda pública (*sell-off*) en Europa se ha convertido en el principal foco de atención en la escena financiera internacional. Este episodio ha acentuado el pulso titubeante que los activos de riesgo desarrollados venían mostrando durante las últimas semanas. En este contexto, los focos de inestabilidad más inmediatos que afrontan los mercados financieros giran en torno a la estrategia de normalización monetaria adoptada por la Reserva Federal (Fed) y a la resolución de las negociaciones entre el Gobierno griego y sus acreedores. No obstante, en el contexto actual de transición gradual hacia un nuevo régimen de tipos de interés más elevados, cobra cada vez más importancia la adopción de una perspectiva con un horizonte temporal más lejano. Especialmente si tenemos en cuenta que este nuevo escenario será uno de los principales condicionantes para el desempeño a medio plazo de los activos financieros.

Las tensiones en el mercado de deuda soberana europea remiten, aunque la volatilidad persiste. El virulento repunte de la rentabilidad de la deuda pública europea acaecido entre finales de abril y mediados de mayo respondió, en buena parte, a la incorporación de las mayores perspectivas de inflación y crecimiento de la eurozona a la cotización de los bonos soberanos. La intensidad de este episodio se vio exacerbada, a su vez, por el reajuste de las posiciones de cartera de los inversores, que afectó en mayor medida a la deuda de los países del centro de la eurozona. En estas circunstancias, los aumentos de las rentabilidades fueron especialmente intensos en los títulos de los países del núcleo de la eurozona y con vencimientos a largo plazo. Este fue el caso del *bund* alemán, cuya rentabilidad avanzó 65 p.b. en este periodo, frente a los 42 p.b. del bono a 10 años español. A pesar de la estabilización de las rentabilidades a finales de mes, consideramos que el tono volátil de los mercados de deuda europeos persistirá en los próximos meses, lo que puede favorecer nuevos repuntes de las rentabilidades, aunque con un alcance moderado.

El Banco Central Europeo (BCE) intensifica el programa de compras de deuda pública antes de verano. El motivo esgrimido por la autoridad monetaria es adelantar el perfil de las adquisiciones de deuda, debido a la menor liquidez que los mercados de bonos soberanos presentan durante el verano. Los datos más recientes del QE soberano europeo ya dan muestras de esta aceleración. En mayo, la compra de títulos de deuda pública aumentó hasta los 51.600 millones de euros, 4.100 millones por encima del nivel promedio de los dos meses anteriores. Este ritmo más intenso de implementación del QE, junto con la intención manifiesta de la entidad de completar el programa de compra de deuda pública en su totalidad, confirma la

Volatilidad implícita en los mercados financieros

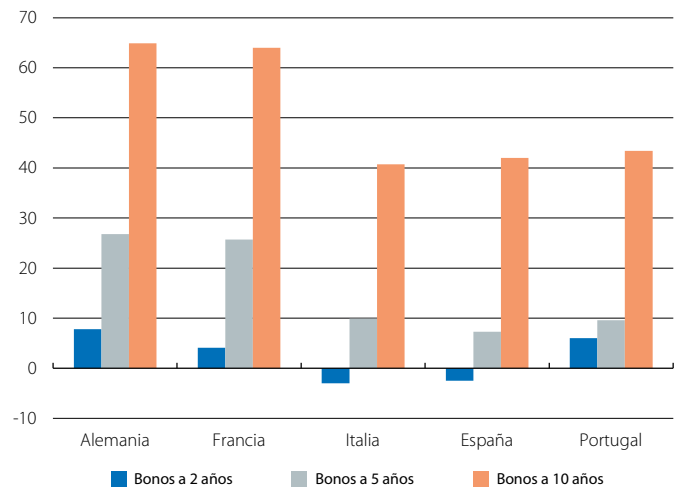
Índice (enero 2010 = 100)



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

Eurozona: rentabilidad de la deuda pública

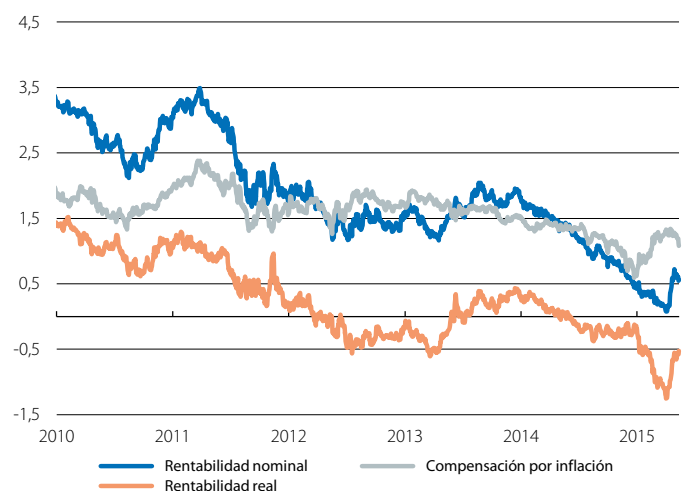
Variación entre el 20 de abril y el 15 de mayo (p. b.)



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

Alemania: descomposición de la rentabilidad del bund

(%)



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

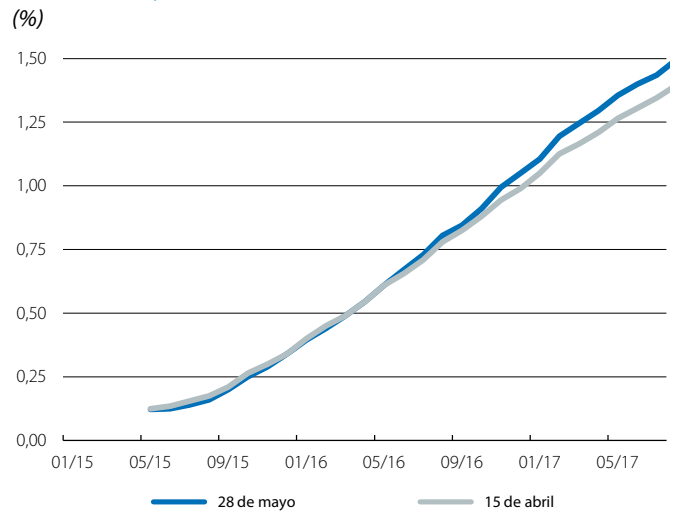
firmeza del BCE en su objetivo de mantener unas condiciones financieras muy laxas.

Los inversores, pendientes de los mensajes de la Fed en la reunión de junio. El tono prudente del último comunicado de la autoridad monetaria estadounidense permite descartar, prácticamente por completo, el inicio de la subida del tipo oficial en el próximo Comité de Mercado Abierto de la Fed de mediados de junio. De todas formas, la expectación que despierta la reunión sigue siendo elevada. Se espera que la rueda de prensa de la presidenta de la Fed y la publicación de las previsiones económicas y del tipo de interés oficial que barajan los miembros del Comité Federal aporten nuevos indicios sobre la estrategia de normalización monetaria de la entidad. Máxime si se tiene en cuenta la más que probable reducción del crecimiento previsto en 2015, tras la débil evolución de la actividad en los primeros compases del año. En este sentido, esperamos que la sólida mejora de los indicadores de inflación y del mercado laboral en los próximos meses sitúe el inicio de la subida del tipo rector en octubre, una fecha anterior a la que descuentan los mercados financieros. De todos modos, a medida que avanza el año, es de esperar que el debate acerca de la primera subida del *Fed funds* pierda cierta notoriedad en beneficio de una cuestión más amplia como es el ritmo de avance del tipo de interés oficial y el nivel considerado de equilibrio a largo plazo.

La senda alcista de la rentabilidad de los *treasuries* gana apoyos. El avance de las *yields* de la deuda pública estadounidense en mayo, en línea con lo previsto, responde principalmente a dos factores que presentarán cierto recorrido adicional durante los próximos meses. Primero, la subida del tipo rector por parte de la Fed, cada vez más próxima. En segundo lugar, la paulatina recuperación de los indicadores de inflación tras un inicio de año muy lánguido. Adicionalmente, el reciente avance de las rentabilidades también recibió el respaldo temporal del episodio de *sell-off* en el mercado de deuda pública europea, especialmente en el tramo más largo de la curva de deuda soberana estadounidense. De cara a los próximos meses, la eliminación de las referencias explícitas de la Fed respecto a la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*) puede traducirse en una mayor exposición de la cotización de la deuda pública a la evolución de los indicadores de actividad. Esta circunstancia favorecerá que la volatilidad del mercado de *treasuries* se sitúe en el intervalo superior de los últimos años. De todas formas, el aumento de la rentabilidad, junto con la fortaleza relativa del dólar frente a otras divisas, mantendrá el atractivo de la deuda pública estadounidense en un nivel elevado, lo que podría atenuar las presiones alcistas sobre los tipos de interés.

El *sell-off* de la deuda pública europea tiene un impacto contenido en los mercados emergentes. Una de las noticias positivas del mes de mayo ha sido el contagio limitado de las tensiones de los mercados de deuda pública desarrollados a la cotización de los activos emergentes. En este sentido, si bien los indicadores de inversión extranjera en cartera muestran una cierta ralentización de los flujos de capitales hacia los países emergentes durante el mes de mayo, esta ha sido más loca-

EE. UU.: proyecciones del tipo oficial de la Fed *



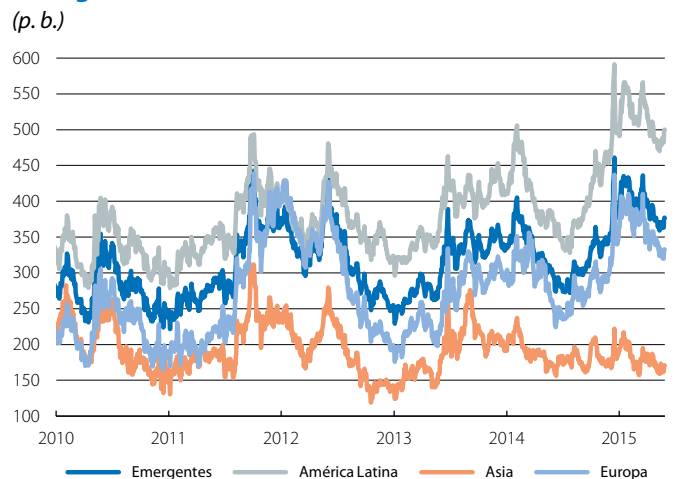
Nota: * A partir de los futuros del Fed funds.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: rentabilidad de la deuda pública



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

Spreads de los bonos soberanos de los países emergentes *



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

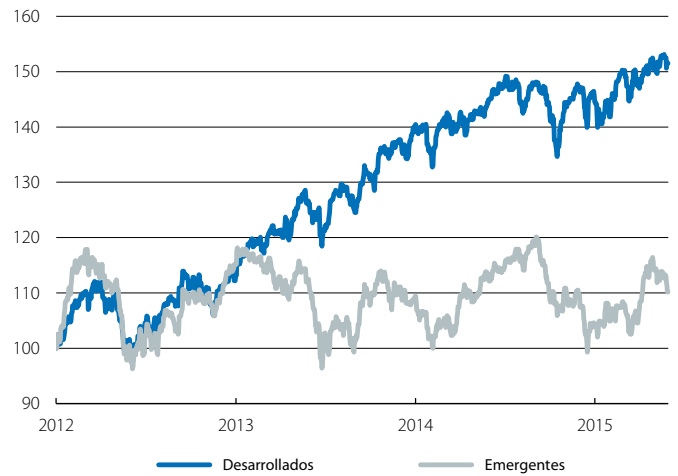
lizada y de menor intensidad que tras las turbulencias que siguieron al preanuncio del *tapering* de la Fed, en la primavera de 2013. Este menor impacto responde, por un lado, a los avances significativos que algunos países emergentes han llevado a cabo recientemente en materia de reducción de sus desequilibrios, tanto internos como externos. Por el otro lado, la parsimonia mostrada por la Fed a dar comienzo a las primeras subidas del tipo oficial también ha tenido un efecto favorable al conceder cierto margen de maniobra a los bancos centrales emergentes para adoptar políticas monetarias expansivas. Este es el caso de la autoridad monetaria china, que, ante la persistencia de la debilidad de los indicadores de actividad, recortó el tipo oficial de préstamos por tercera vez en menos de medio año, hasta el 5,10%. No obstante, la pérdida de dinamismo de la economía asiática sigue siendo uno de los principales riesgos que afronta el bloque emergente durante los próximos meses. Asimismo, si el ritmo de normalización monetaria por parte de la Fed fuera mayor de lo esperado representaría otro foco de inestabilidad para las economías del área emergente.

Los mercados bursátiles desarrollados continúan inmersos en una fase de pausa. Durante las últimas semanas, los índices bursátiles desarrollados han mostrado una tendencia poco definida. El clima de cautela se afianza en las bolsas europeas, si bien los descensos se han intensificado en el último tramo de mayo. Los motivos que explican este viraje son de naturaleza diversa. Por un lado, se observa un agotamiento progresivo de los factores que originaron el *rally* bursátil de inicios de año (QE y mejora de las perspectivas económicas en la eurozona). Por el otro lado, el sentimiento inversor se ha visto deteriorado por la creciente incertidumbre que rodea la resolución de las negociaciones con Grecia y el reciente repunte de las turbulencias en el mercado de bonos soberanos. Paralelamente, en EE. UU., la bolsa alcanzó nuevos máximos históricos en mayo, si bien la tendencia de fondo continúa siendo débil a causa de la modesta campaña de beneficios empresariales. En este sentido, la ausencia de catalizadores positivos, las elevadas valoraciones de la renta variable y la proximidad de un periodo estacionalmente adverso suponen un obstáculo para que las bolsas internacionales retomen un pulso firme a corto plazo.

La cotización del euro presenta movimientos de ida y vuelta. A lo largo del mes de mayo, el tipo de cambio del euro ha oscilado dentro de una banda de entre 1,15 y 1,10 dólares por euro, al compás de los mensajes de los bancos centrales. Sin embargo, la mejora prevista de la economía estadounidense y la proximidad de las subidas de tipos de la Fed deberían dar continuidad a la senda de apreciación del dólar durante los próximos meses. En el plano de las materias primas, el precio del petróleo se toma un respiro en mayo, tras el aumento del 42% desde el mínimo alcanzado en enero, y se sitúa alrededor de los 65 dólares por barril de Brent. En este contexto, no se espera que la reunión de la OPEP de inicios de junio implique un giro significativo en la estrategia de oferta de los miembros del cártel petrolero. En consecuencia, mantenemos una previsión de subida gradual del precio del crudo en los próximos meses, hasta alrededor de los 70 dólares por barril a finales de año.

Bolsas de los países desarrollados y emergentes

Índice (enero 2012 = 100)

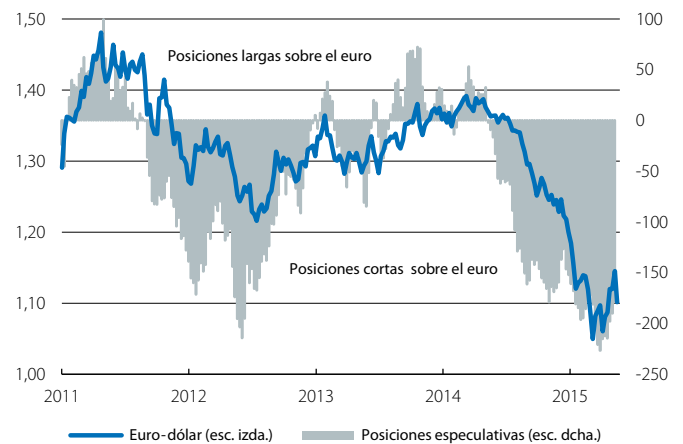


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Divisas: posiciones especulativas sobre el euro/dólar

(Dólares por euro)

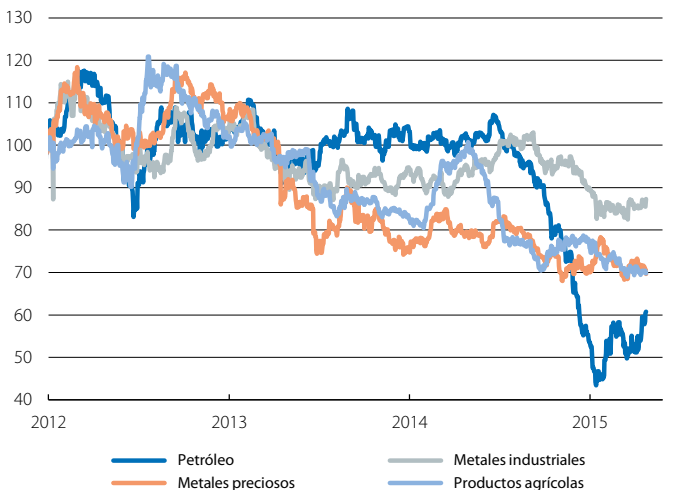
(Miles de contratos)



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

Evolución de las materias primas

Índice (enero 2012 = 100)



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