

## COYUNTURA · Repunte de la aversión al riesgo ante un horizonte incierto

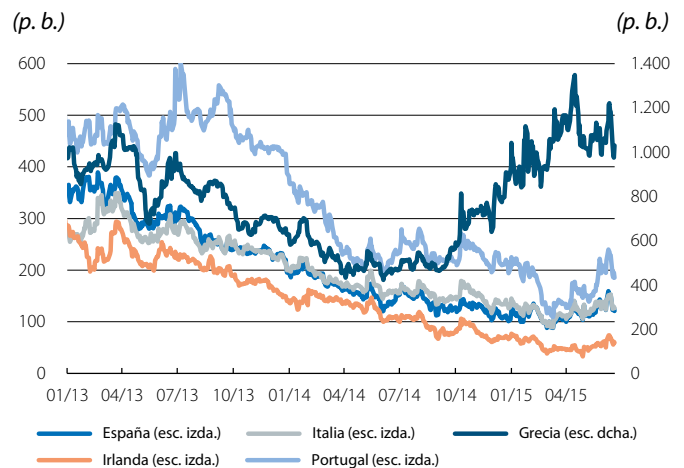
La reaparición en el último tramo de junio del fantasma de una posible salida de Grecia de la eurozona deja huella en los mercados. De todas formas, el descarrilamiento de las negociaciones entre Grecia y sus acreedores ha tenido un impacto limitado sobre las bolsas europeas y sobre las primas de riesgo periféricas. Lamentablemente, el sentimiento inversor estará dominado a corto plazo por la elevada incertidumbre resultante del panorama político y económico heleno. Aunque ha aumentado la probabilidad de que el desenlace de la cuestión griega sea adverso, nuestro escenario central sigue contemplando la permanencia del país en la eurozona. Por otro lado, la plena operatividad de los mecanismos de ámbito europeo diseñados para contener eventuales escaladas de inestabilidad financiera limita el alcance y el posible contagio al resto de la región.

El flujo de noticias procedente de Grecia dominará la escena financiera internacional durante el verano, un periodo estacional ya de por sí poco favorable. En consecuencia, el tono volátil del entorno financiero internacional, lejos de remitir, continuará presente a lo largo de los meses estivales. Además de las vicisitudes que depare la saga griega, las actuaciones de la Reserva Federal (Fed) en materia de tipos de interés es otro elemento relevante en la evolución de los mercados internacionales. En este sentido, la Fed mantendrá su discurso de gradualidad y condicionalidad de la normalización del tipo oficial, basándose en la evolución de la actividad económica y en la senda de inflación prevista.

La capacidad de resistencia de la deuda soberana periférica cobra protagonismo tras el sell-off de deuda pública alemana que tuvo lugar en la primavera, y al hilo del recrudecimiento de las tensiones en Grecia y de la instauración de un control de capitales en el país. La reacción inicial de los inversores intensificó los flujos «hacia la calidad» en busca de refugio (principalmente, deuda pública alemana) y también la venta de deuda periférica. No obstante, el repunte resultante de las primas de riesgo periféricas ha sido contenido (del orden de 30 p. b. en España e Italia y de 40 p. b. en Portugal). La mejora de las condiciones macroeconómicas y financieras, el saneamiento del sector bancario y los diversos mecanismos de contención existentes limitan la magnitud de un posible contagio al resto de países periféricos. Prueba de ello es que no se han puesto en marcha mecanismos de transmisión y amplificación de las tensiones financieras, a diferencia de lo ocurrido durante la crisis de la eurozona en 2011 y 2012.

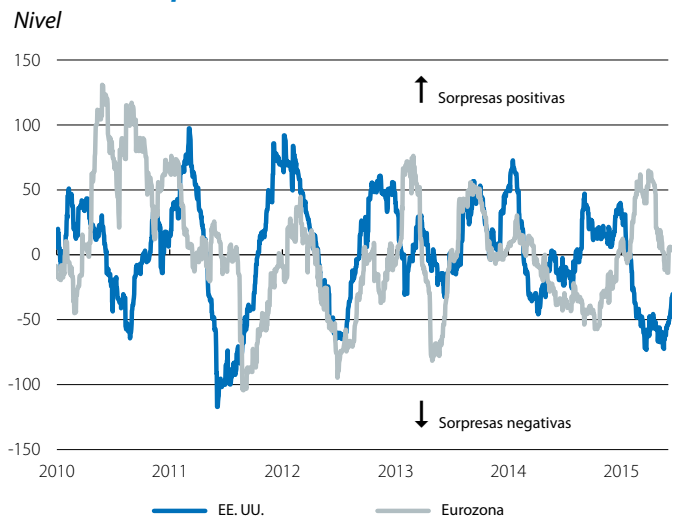
La actuación del BCE es clave en diversos frentes. Por un lado, el Consejo de Gobierno de la autoridad monetaria decidió mantener la provisión de liquidez de emergencia (ELA) a los bancos griegos. Aunque la entidad puede poner fin a dicha

### Eurozona: prima de riesgo de la deuda pública a 10 años\*



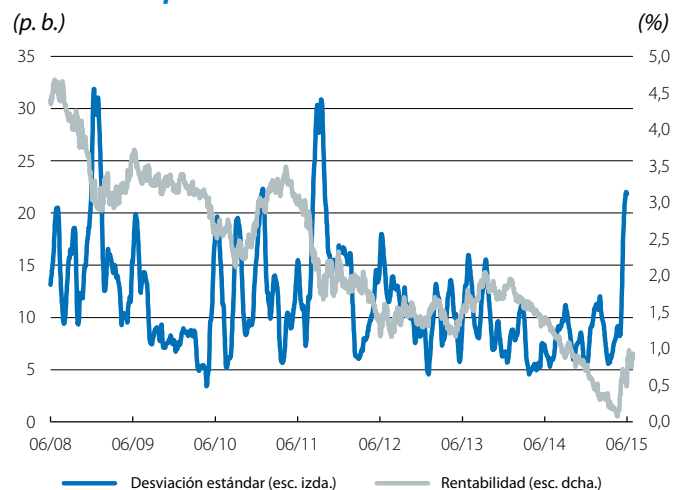
Nota: \* Diferencial respecto al bono alemán a 10 años.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

### Índice de sorpresas económicas



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

### Alemania: rentabilidad y volatilidad de la deuda pública a 10 años



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

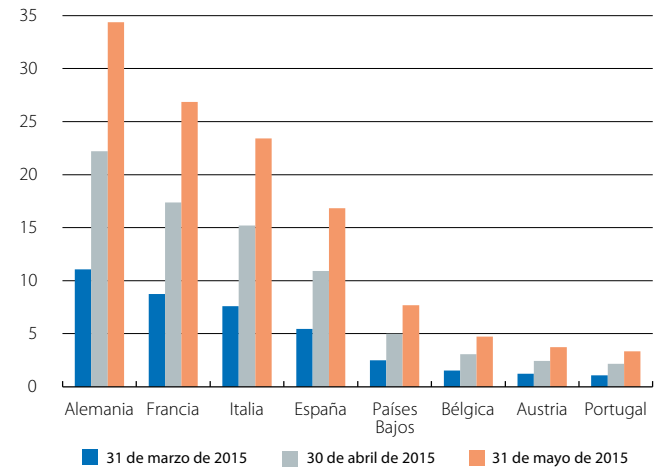
facilidad de liquidez si la solvencia del sector bancario queda en entredicho, parece poco probable que el Banco Central Europeo (BCE) decida adoptar una decisión de semejante calado: un eventual cese de la ELA precipitaría *de facto* el abandono de Grecia de la unión económica y monetaria. Por otro lado, la institución dispone de considerable munición para hacer frente a posibles episodios de turbulencias en los mercados de deuda soberana. En particular, el BCE puede optar por redirigir temporalmente el centro de gravedad de las compras de bonos del QE soberano hacia la deuda de países periféricos. En caso de ser necesario, también dispone plenamente de la OMT (por las siglas en inglés de *outright monetary transactions*), anunciada en el verano de 2012, y cuya legalidad ha sido ratificada recientemente por el Tribunal Europeo de Justicia.

**La senda de normalización monetaria de la Fed centra el debate.** La reunión de junio de la Fed aportó nuevas pistas acerca de la estrategia de subida de tipos que contempla de cara a los próximos años. La presidenta de la autoridad monetaria, Janet Yellen, confirmó la intención del Comité Federal de Mercado Abierto de iniciar las subidas del tipo de interés oficial en los últimos meses de 2015, una vez se constata la mejora del mercado laboral y la inflación avance hacia el 2%. Los miembros de la Fed mantienen una perspectiva de expansión moderada de la economía estadounidense, aunque el freno temporal del PIB en el 1T 2015 ha obligado a reducir la previsión de crecimiento para 2015 (del 2,5% al 1,9% anual). Si bien el debate sobre el mes en el que tendrá lugar la primera subida del tipo de interés oficial (septiembre o diciembre) sigue siendo fuente de discrepancia entre los miembros del Comité, la atención de los mensajes empieza a pivotar sobre el ritmo de subida previsto a medio y largo plazo. En referencia a este último aspecto, Yellen recalzó que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia tras la primera subida del tipo rector. Este último punto, junto con la rebaja de la senda del tipo de interés oficial proyectada por los miembros de la Fed, confirma nuestro escenario de un proceso de normalización monetaria muy gradual.

**La rentabilidad de los *treasuries* mantiene la senda ascendente iniciada en abril.** La proximidad de la primera subida del tipo de interés oficial por parte de la Fed ha sustentado el avance de las *yields* de la deuda soberana estadounidense. Las presiones alcistas han sido especialmente significativas en el tramo más largo de la curva soberana. Concretamente, durante el mes de junio, la *yield* de los bonos a 10 años ha aumentado en 20 p. b., frente a los 2 p. b. observados en el caso de los títulos soberanos a dos años. Adicionalmente, este avance ha sido respaldado por la mejora de las expectativas de inflación a medio y largo plazo. De cara a los próximos meses, esperamos que el recorrido que todavía presentan ambos factores siga favoreciendo el incremento sostenido de los tipos de interés. No obstante, es muy probable que la dependencia de la política monetaria de la Fed de la evolución de los datos económicos y las tensiones en los mercados soberanos europeos mantenga la volatilidad de la deuda pública en cotas relativamente elevadas durante este tercer trimestre del año.

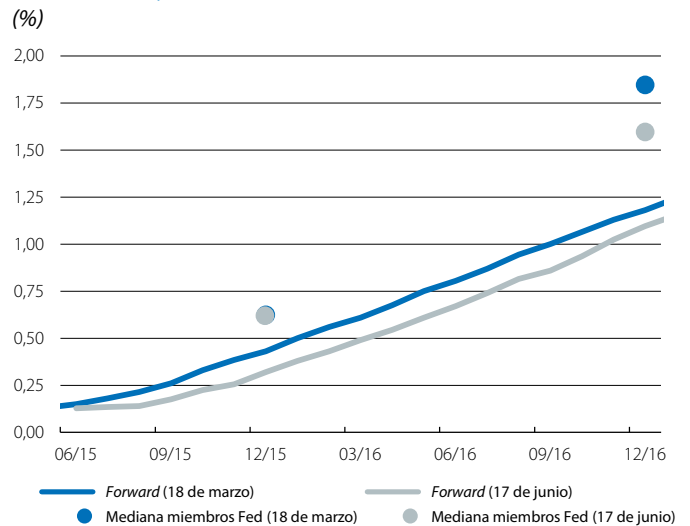
**BCE: compras acumuladas de deuda pública por países**

(Miles de millones de euros)



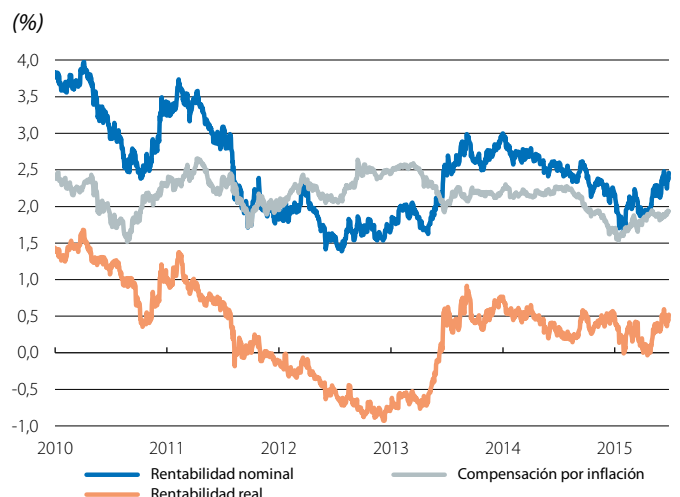
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

**EE. UU.: descomposición de la rentabilidad del bono a 10 años**



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

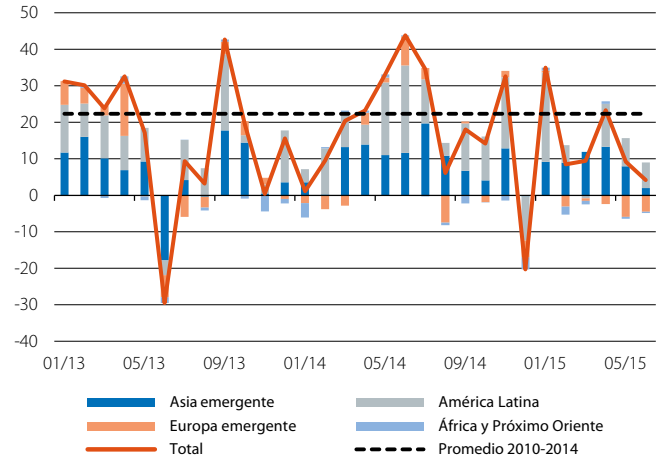
**El apetito inversor hacia los países emergentes disminuye.** El repunte de la aversión al riesgo en los mercados financieros ha ralentizado el flujo de inversiones en cartera hacia el bloque emergente en las últimas semanas. Si bien el impacto de esta desaceleración sobre los *spreads* de la renta fija y las divisas emergentes ha sido relativamente moderado, no despeja las dudas acerca de las consecuencias del inicio de las subidas de tipos en EE. UU. Por un lado, Brasil y Turquía se postulan como los países más vulnerables ante el inminente viraje de la política monetaria de la Fed. Por otro lado, la desaceleración de la economía china sigue siendo un foco de riesgo, aunque limitado gracias al margen de maniobra de su política monetaria. En este sentido, los fuertes vaivenes del mercado bursátil chino han propiciado que el banco central del país haya adoptado nuevos estímulos monetarios. En concreto, la entidad recortó en 25 p. b. el tipo oficial sobre los préstamos por cuarta vez desde noviembre, y también la tasa oficial de depósitos, hasta el 4,85% y el 2,0%, respectivamente. En paralelo, el banco central también redujo la ratio de reservas obligatorias de los bancos en 50 p. b., hasta el 16,0%.

**Las bolsas internacionales se adentran en una etapa de incertidumbre.** Sigue el tono dubitativo de las últimas semanas en la bolsa americana, a la espera de posibles pistas de la Fed sobre la futura evolución de los tipos y la publicación de datos macro. Sin embargo, la tendencia bajista se ha asentado en las bolsas europeas ante la irresolución del dilema griego, que parece que marcará la evolución de los mercados bursátiles del Viejo Continente en las próximas semanas. En estas circunstancias, la probabilidad de que la corrección de las bolsas se prolongue es mayor que la de una fase de signo opuesto. Asimismo, las condiciones actuales mantendrán durante el verano la dinámica de los últimos meses, caracterizada por el mejor desempeño relativo de la bolsa estadounidense frente a la europea. No obstante, el foco de los inversores se desplazará gradualmente hacia los indicadores relativos a los fundamentales (entorno macroeconómico y beneficios empresariales) a medida que se vislumbren con mayor claridad las cuestiones de fondo relativas a la cuestión griega. Por otra parte, las correcciones de la bolsa china son susceptibles de prolongarse durante el periodo estival a causa de los todavía elevados niveles de apalancamiento inversor.

**La indefinición del euro y del petróleo continúa, a la espera de Grecia y de la Fed.** A falta de conocer el desenlace de la situación griega y de la subida de tipos en EE. UU., el euro sigue mostrándose algo errático, en la franja de los 1,14-1,11 dólares. Aunque el debate de la paridad del cruce euro-dólar ha perdido intensidad en las últimas semanas, pensamos que la senda depreciatoria del euro se reanudará más pronto que tarde ante la cada vez más cercana subida de tipos en EE. UU. En el ámbito de las materias primas, el precio del petróleo Brent ha registrado fluctuaciones de pequeña magnitud, alrededor de los 65 dólares/barril. La indefinición que esboza la cotización del hidrocarburo es atribuible a la decisión de la OPEP de mantener inalterada su cuota de producción de crudo y a la debilidad de la demanda de las economías emergentes. A medio plazo, situamos el rango de cotización del barril Brent en los 70-80 dólares.

**Países emergentes: entrada de inversión extranjera en cartera**

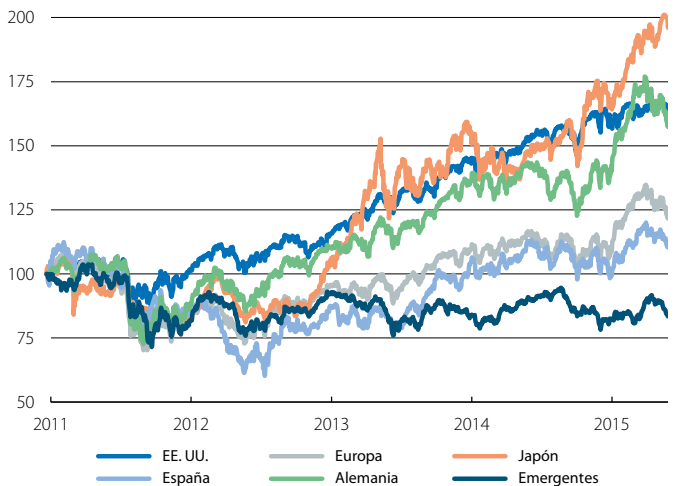
(Miles de millones de dólares)



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

**Principales bolsas internacionales**

Índice (100 = enero 2011)

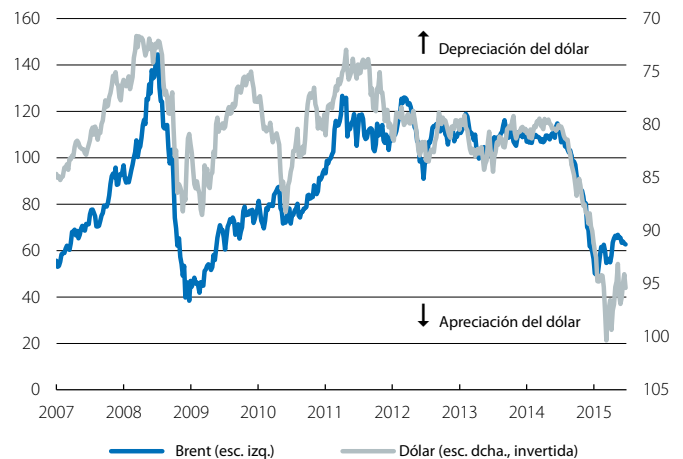


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precio del petróleo Brent e índice valor del dólar \***

(Dólares por barril)

Índice



Nota: \* Cotización del dólar frente a las divisas de sus principales socios comerciales.

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