



VISIÓN DE LOS Gestores

Prácticamente todas las economías desarrolladas han vuelto a la senda del crecimiento en el primer semestre del año. Las previsiones para la economía global sitúan el crecimiento previsto en el conjunto del año cerca del 3%. Muchos indicadores confirman que las economías europeas vuelven a crecer, tras registrar retrocesos el año pasado, mientras que la expansión económica en Norteamérica mantiene un ritmo moderado. El Banco de España ha elevado la previsión de crecimiento del Producto Interior Bruto del próximo año al 2%. Durante el primer semestre, los mercados financieros han registrado nuevos avances; las cotizaciones de los activos de renta fija en particular han alcanzado niveles muy altos, lo que supone que la rentabilidad para los inversores es muy baja.

Los mercados financieros están muy pendientes de los mensajes que lanzan los gobernadores de los bancos centrales. Las cotizaciones de la renta fija, como bonos y obligaciones, son particularmente sensibles a los cambios de los tipos de interés de mercado. La Reserva Federal sigue reduciendo mes a mes su plan de compra de activos (*quantitative easing*) que debería concluir en otoño, ante las evidentes mejoras de la coyuntura económica en EE.UU. La situación laboral de los ciudadanos norteamericanos es la preocupación fundamental que Janet Yellen, la gobernadora de la Reserva Federal, ha fijado para guiar las decisiones en materia monetaria, con un objetivo declarado de pleno empleo del 5-6%. La economía norteamericana creó 288.000 nuevos puestos de trabajo en junio y una media de 277.000 en el segundo trimestre, mientras la tasa de paro se ha reducido ya al 6,1%, el nivel más bajo de los últimos años.

Los beneficios empresariales en Norteamérica mantienen una excelente trayectoria en los últimos años, como reflejan las cotizaciones de muchas de sus empresas; igualmente, las cuentas públicas se encuentran en mejor situación: la recaudación fiscal se ha recuperado de forma muy importante, aunque el volumen total de deuda ha seguido creciendo. La Oficina Económica del Congreso calcula que el déficit federal se reducirá a unos 500.000 M \$ este año, apenas un tercio del que se alcanzó en 2009, como consecuencia de una recuperación de la actividad económica, pero también como resultado de una mayor presión fiscal. El crecimiento del Producto Interior Bruto del primer semestre se ha visto alterado por factores extraordinarios, particularmente por un invierno extremo, que ha paralizado la actividad económica durante muchos días. En resumen, las mejoras de la situación económica en EE.UU. auguran el fin de las medidas extraordinarias de estímulo monetario, y



permiten pensar en un escenario futuro con tipos de interés más altos. Ante esta situación, es importante extremar la cautela, especialmente en lo referente a la inversión en activos de renta fija.

MEDIDAS DE ESTÍMULO

El Banco de Inglaterra ha sido mucho más claro al deslizar en varias ocasiones la proximidad de una primera subida de los tipos de interés oficiales, quizás tan pronto como este mismo año. El mercado laboral británico muestra una mejora rápida, y la tasa de paro ha caído al 6,5% en junio, desde el 7,8% del año anterior. La inflación se ha situado en un 1,9% interanual y, aunque no es todavía un problema, ya da muestras de un mayor dinamismo.

La Unión Europea mantuvo un ritmo de crecimiento económico lento en el primer semestre, aunque como siempre los datos de la Unión esconden importantes diferencias regionales, pero supone una mejora clara respecto al segundo semestre de 2013; esto ha empujado a Mario Draghi, el Presidente del Banco Central Europeo, a anunciar nuevas medidas de estímulo en junio. El BCE ha fijado un tipo de interés negativo para los depósitos que las entidades financieras mantienen en el banco central, forzando a las instituciones a retirar estos fondos para destinarlos a otros fines; también ha anunciado un nuevo programa de préstamos para los bancos ligados exclusivamente a la concesión de préstamos al sector privado.

MAYOR COMPETITIVIDAD

El Director General del Servicio de Estudios del Banco de España, José Luis Malo de Molina, aseguró recientemente que prevé un fortalecimiento de la recuperación económica en España gracias a una recuperación de la demanda interna y a una mayor confianza de los agentes económicos. La posición competitiva de la economía española ha mejorado progresivamente en los últimos trimestres, como muestran las cifras de comercio

exterior, y se atisba una incipiente mejora del mercado laboral. Además, el Tesoro ha conseguido financiarse a un coste muy bajo, algo impensable hace tan sólo unos trimestres, y ha empezado a devolver el préstamo europeo extraordinario concedido para la reestructuración de las cajas.

China ha anunciado un objetivo de crecimiento económico anual del 7,5%, que está en camino de cumplir, como muestran las cifras del primer semestre. Para ello, el nuevo gobierno ha acelerado un importante programa de inversiones en la red ferroviaria, ha reducido el coeficiente de reservas obligatorias de una parte del sector financiero, y ha aprobado nuevos estímulos fiscales.

RENTA FIJA Y VARIABLE

Los mercados de renta fija han seguido marcando nuevos máximos, y la rentabilidad de estos activos ya es ínfima; las cotizaciones en todos los segmentos del mercado siguen registrado máximos, y es muy difícil identificar buenas oportunidades de inversión. La rentabilidad de los bonos del tesoro español a 10 años ha caído al 2,65% en junio. Muchas emisiones corporativas han empezado a excluir las habituales cláusulas de protección que las acompañan, como opciones de amortización y avales, para facilitar su colocación. Esto sólo confirma el hecho de que la demanda de estos activos sobrepasa por un amplio margen la oferta disponible, y pensamos que los precios de estos activos reflejan muchos otros factores, más allá de lo que justificaría una valoración razonable.

Las bolsas se han apuntado avances discretos en el semestre. El índice Dow Jones ha registrado una subida del 2%. En Europa, el índice EuroStoxx 50 se ha apreciado un 4%, y el DAX de empresas alemanas ha subido un 3%. El índice Nikkei de la bolsa japonesa ha caído un 7%. Las cotizaciones de las empresas se están viendo impulsadas por las mejoras de sus resultados, pero también por un importante aumento de fusiones y adquisiciones; generalmente estas operaciones responden a una mayor confianza de los ejecutivos en el futuro. ■

■
«Las mejoras de la situación económica en EE. UU. auguran el fin de las medidas extraordinarias de estímulo monetario»