



# VISIÓN DE LOS Gestores

## PRIMER SEMESTRE 2015

*Los mercados financieros vigilan obsesivamente el calendario más probable del ciclo monetario norteamericano, que depende en gran medida de la intervención de la Reserva Federal al fijar los tipos de interés de referencia; los tipos de interés son una vara de medir que determina el precio de casi todos los activos, pues los inversores asignan en cada momento un diferencial para cada activo según su percepción sobre el riesgo de los mismos; por ello la dirección que llevan y su velocidad son cruciales para los mercados financieros.*

**P**or fin la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra parecen decididos a empezar a elevar los tipos de interés de referencia en el futuro inmediato, quizás en la reunión de septiembre, salvo cambios de última hora en el escenario económico. Paralelamente, el resto de bancos centrales de todo el mundo, incluyendo el Banco Central Europeo y el Banco de China, mantienen políticas monetarias expansivas de diverso alcance. Esta situación parece asegurar un fuerte apoyo para la cotización del dólar.

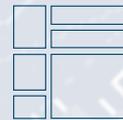
En el transcurso del primer semestre, los mercados de renta fija han empezado a reflejar un mayor nerviosismo ante la inminencia de los cambios de dirección de la política monetaria, y ante la posibilidad de una corrección en los precios de estos activos. Así, en el transcurso de unas pocas semanas entre abril y junio, la rentabilidad de los bonos del tesoro a 10 años registró un agudo repunte de 100 puntos básicos en casi

todas las geografías, un movimiento que se tradujo en caídas de precio cercanas al 9%. Las emisiones de mayor duración registraron caídas de precio incluso superiores. Además, esta corrección tuvo un alcance verdaderamente global, lo que da una idea del nivel de integración que han alcanzado los mercados de capitales en los últimos tiempos. De todas formas, los mercados han recuperado progresivamente una parte de las pérdidas.

Los bonos del tesoro alemán cerraron el semestre con una rentabilidad del 0.76%, cuando en abril habían llegado a caer hasta el 0.07%, mientras los bonos del Tesoro norteamericano al mismo plazo marcaban un 2.35%. Tradicionalmente los grandes

fondos de pensiones y las empresas aseguradoras con mandatos de gestión para la cobertura de contingencias a largo plazo han dominado la inversión en activos de renta fija a plazos de 10 y 30 años; sin embargo, fondos

■ «Los mercados han recuperado progresivamente una parte de las pérdidas»



de inversión tradicionales y muchos otros inversores se han interesado también por este segmento del mercado ante la dificultad de obtener unas rentabilidades satisfactorias en los activos de menor duración. Muchas empresas han visto una oportunidad única para financiar sus planes de inversión y operaciones de adquisición de otras empresas, emitiendo bonos a plazos muy largos con un coste financiero modesto. Estas emisiones se han encontrado con una demanda muy fuerte y han sido colocados sin demasiados problemas.

Es difícil conocer con exactitud los motivos que determinan los niveles de los tipos de interés de mercado a largo plazo en cada momento, por ejemplo los de las emisiones del gobierno a 10 años, pero las expectativas de inflación y el crecimiento económico juegan un papel determinante. Existe hoy un aparente consenso que dibuja un futuro marcado por ritmos de crecimiento económico muy modestos y tasas de inflación bajas, que explica la comedida reacción de los mercados de renta fija al anunciado cambio de la política monetaria.

Janet Yellen, la gobernadora de la Reserva Federal, ha reconocido que aunque la inflación sigue por debajo del objetivo del 2%, hay factores extraordinarios en juego, como una importante caída de los costes energéticos y de los precios en dólares de los bienes importados. Con una tasa de paro acercándose rápidamente al 5%, prácticamente el nivel de pleno empleo, no podemos descartar un repunte de los precios más rápido de lo previsto.

En resumen, nadie sabe con certeza la celeridad con que los bancos centrales, empezando por la Reserva Federal, tendrán que reajustar sus tipos de interés de referencia, pese a los llamamientos a la calma de los propios bancos centrales. De lo que no hay duda es que precios de los bonos van a verse sometidos a nuevos episodios de elevada volatilidad. A la tendencia ascendente de los tipos de interés hay que sumar también factores técnicos: las nuevas normas de regulación bancaria han provocado el abandono de las actividades de intermediación por parte de los bancos, que tradicionalmente han funcionado como un colchón que amortiguaba las oscilaciones del mercado de renta fija.

■  
**«Europa sigue una trayectoria clara de recuperación, que incluye ahora también a los países que se habían quedado rezagados como Francia e Italia»**

La economía norteamericana ha alcanzado un ritmo de crecimiento cercano al 2% en el segundo trimestre, tras un primer trimestre marcado por el estancamiento económico, aunque las primeras estimaciones oficiales están en permanente revisión. Europa sigue una trayectoria clara de recuperación,

que incluye ahora también a los países que se habían quedado rezagados como Francia e Italia. El Banco Central Europeo mantiene operativas todas las medidas de estímulo que ha venido aprobando, incluyendo su plan de compra de activos. Los préstamos totales al consumo en la Eurozona en junio han crecido casi un 2% respecto al año anterior, lo que confirma que las condiciones de acceso al crédito han mejorado, si bien se mantienen muy desiguales en las diferentes regiones. La

economía española creció a un ritmo cercano al 4% en el segundo trimestre, y la tasa de paro ha retrocedido hasta el 22.4%, el nivel más bajo desde el año 2011. Alexis Tsipras ha llevado a Grecia a una situación dramática en un intento por negociar un nuevo acuerdo con sus acreedores que incluyera la condonación de una parte de la deuda, una posibilidad a la que muchos países se han opuesto.

Los niveles de endeudamiento de las principales economías occidentales siguen siendo muy elevados.

La economía china mantuvo un crecimiento económico del 7% en el segundo trimestre, aunque algunas señales apuntan a una ralentización importante; el consumo de materias primas y las ventas de coches indican que la expansión puede haberse moderado. Además, la bolsa ha iniciado una corrección de gran calado, aunque hay que recordar que algunos índices como el de Shanghai habían llegado a revalorizarse un 100% en los últimos 12 meses.

En términos generales los resultados empresariales han seguido creciendo; en Europa además una depreciación del Euro ha impulsado los ingresos de casi todas las multinacionales. El índice de empresas norteamericanas S&P500 se ha revalorizado un 1% en el primer semestre del año. En Europa, el índice DAX de empresas alemanas ha subido más de un 11%. El índice español IBEX-35 por su parte ha subido casi un 7%; el índice de la bolsa de Shanghai se ha apreciado un 33% desde principios de año. ■