



**Javier Barnuevo.** *Director de Renta Fija en GVC Gaesco*

El **Banco Central Europeo**, en su última reunión, no defraudó a los mercados, tomando una **amplia batería de medidas que afectan a los tipos de interés, a la liquidez del sistema y al crédito.**

Sobre los **tipos de interés**, ha actuado bajando el tipo de intervención del 0.25% al 0.15%, penalizando el tipo del depósito que tienen los bancos que pasa del 0% al -0.10% y reduciendo la facilidad de crédito a los bancos del 0.75% al 0.40%.

En cuanto a la **liquidez** la actuación fundamental ha sido dejando las compras de bonos en 164.500 millones de euros y aumentando la lista de colaterales susceptibles de ser descontados en el BCE, hasta finales del 2018.

Por último, quiere influir sobre el **crédito** con el anuncio de la futura compra de **titulizaciones de activos** (los denominados **ABS - Asset Back Securities**), y con el anuncio de un **programa de financiación** que inicialmente es de 400.000 millones (**TLTRO - Subastas Condicionadas de Liquidez a Largo Plazo**). Este programa tendrá una duración de 4 años, siendo las dos primeras subastas en septiembre y diciembre de este año, y en función de su resultado irá manejando la situación en las siguientes subastas.

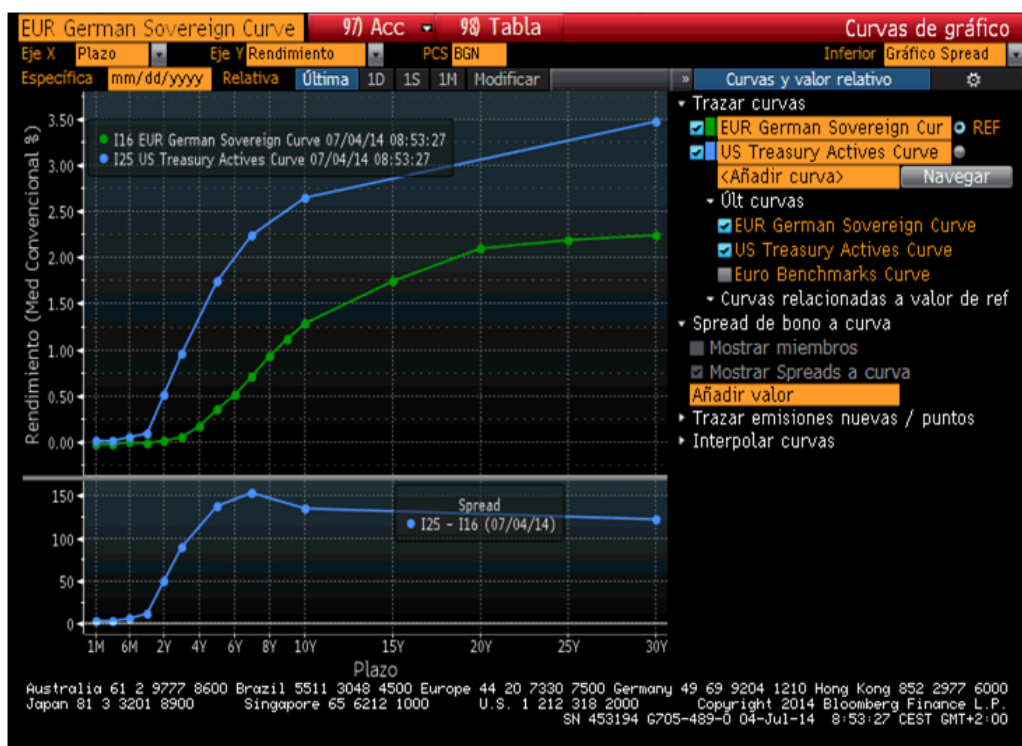
El objetivo, en definitiva, es **estimular el crédito al sector privado y con mucho interés de que el mismo llegue a PYMEs y particulares, debilitar la cotización del euro y reducir los tipos de interés monetarios**. Y podemos anticipar que salvo lograr debilitar el euro, el resto de sus objetivos se han cumplido en mayor o menor medida.

El Euribor 12 meses ha pasado del 0.57% antes de la reunión al 0.43%, la TIR del bund del 1.43% al 1.28%, y del bono español del 2.88% al 2.66%, el índice Eurostoxx de tener una revalorización del 4.15% al 6.22% y el EUR/USD se mantiene sin cambios, en la zona de 1.36.

Esta situación está llevando a las bolsas a seguir escalando posiciones, algunas batiendo máximos históricos y otras llegando a niveles no vistos desde hace tiempo.

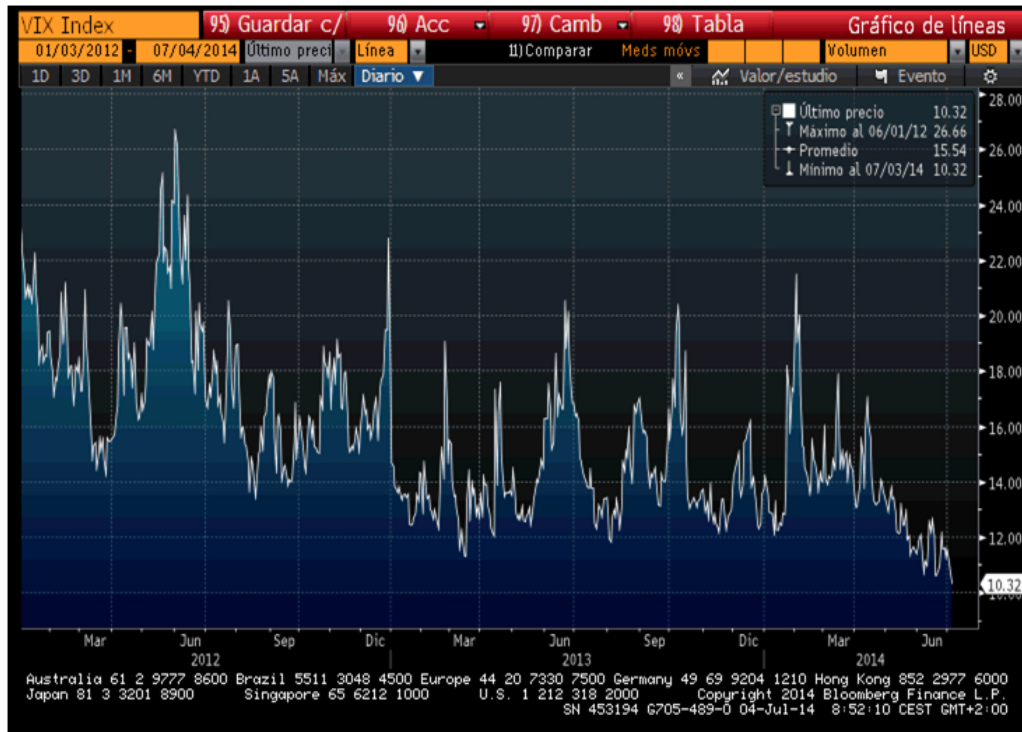
	<b>S&amp;P</b>	<b>Dow</b>	<b>Eurostoxx</b>	<b>Dax</b>	<b>Nikkei</b>
<b>4 Julio 2014</b>	1.985	17.068	3.289	10.029	15.437
<b>31 Marzo 2014</b>	1.872	16.331	3.088	9.296	14.224
<b>31 Diciembre 2013</b>	1.848	16.576	3.109	9.552	16.291
<b>3 Septiembre 2013</b>	1.632	14.810	2.753	8.227	13.978

Como comentamos, a final del año pasado se produjo un aumento del **diferencial entre USA-Alemania**, y el mismo ha seguido incrementando a lo largo del año 2014, junto con una mayor pendiente de las curvas. De hecho, el diferencial treasury-bund está en 135 pb, y es probable que lleguemos a verlo en 150 pb a lo largo de los próximos meses.



10 años	USA	Alemania	Diferencial	Japón
Rating S&P	Aaa	Aaa		
4 Julio 2014	2.63%	1.28%	1.35%	0.55%
31 Marzo 2014	2.76%	1.63%	1.13%	0.58%
31 Diciembre 2013	2.78%	1.74%	1.04%	0.61%
2 Enero 2013	1.83%	1.31%	0.52%	0.79%

Las **primas de riesgo** de los **emisores periféricos** se han estrechado de manera significativa, y buena prueba del momento dulce que viven los mercados es el índice **VIX** que mide la volatilidad del mercado y que se encuentra en mínimos.



10 años	Grecia	Irlanda	Portugal	España	Italia
Rating S&P	B-	A-	BB	BBB	BBB
4 Julio 2014	5.86%	2.29%	3.55%	2.66%	2.82%
<b>Diferencial</b>	457	102	227	137	154
Marzo 2014	6.87%	3.05%	4.35%	3.34%	3.41%
<b>Diferencial</b>	517	141	270	171	177
Diciembre 2013	8.35%	3.53%	6.15%	4.08%	4.08%
<b>Diferencial</b>	773	215	400	293	265
Enero 2013	11.44%	4.45%	6.46%	5.23%	4.49%

A nivel cambiario, sigue abierta la guerra encubierta en la cual las distintas autoridades quieren presionar sus monedas a la baja, defendiendo sus correspondientes sectores exportadores. Por ejemplo, la actuación del **BCE** no ha logrado depreciar la cotización del **euro**, al menos de momento.

	EUR/USD	EUR/GBP	EUR/CHF	EUR/JPY	USD/JPY
<b>4 Julio 2014</b>	13.610	0.7928	12.158	138.83	102.06
<b>Marzo 2014</b>	13.778	0.8362	12.170	140.74	102.11
<b>31 Diciembre 2013</b>	13.789	0.8323	12.253	145.13	105.26
<b>2 Enero 2013</b>	13.205	0.8113	12.097	114.71	87.10

Como resumen, nuestras recomendaciones en el mercado de bonos siguen siendo muy similares a las que hemos venido dando en los últimos informes:

- Seguimos recomendando los nuevos **híbridos bancarios y corporativos**, ya que el diferencial de rentabilidad es atractivo, sobre todo comprándolos en primario.
- Dentro de los bonos de **emisores periféricos**, la fuerte reducción de las primas de riesgo empieza a dejar poco margen de mejora, pero si vemos algún repunte de las primas será buen momento para seguir tomando posiciones, sobre todo en la parte media de la curva. Evitaríamos tomar posiciones en **bunds y treasuries**, ya que el riesgo es muy elevado.
- Los **bonos corporativos** están caros en general, pero siguen siendo una buena alternativa sobre todo entrando en primarios, siempre que tengan algo de prima respecto a su cotización en secundario. Dentro de éstos, las nuevas emisiones de **High Yields** han demostrado ser una buena oportunidad a medio plazo, por supuesto haciendo un buen análisis del riesgo a asumir. Emisores que hasta hace poco eran impensables, como Antolin, Isolux, Almirall, Copasa y muchas más empresas que se están animando a acudir al mercado como una nueva fuente de financiación, parecen ahora atractivas.
- Las emisiones de empresas que luego van a cotizar en el **MARF** son una buena alternativa, pero solo para aquellos inversores de cierto patrimonio al ser los nominales altos (100.000 euros por título) y con una liquidez reducida (volumen pequeño). Próximas emisiones que veremos serán las de Audax, Grupo Ortiz y Eysa, con rentabilidades que van del 5.50% al 7%.
- Seguimos considerando adecuado diversificar cogiendo riesgo en **USD** con los niveles de cotización actuales, ya que no podemos olvidar que el **PPA del dólar está en el entorno de 1.20**. En este caso, nuestra recomendación se sigue centrando en **bonos corporativos** de plazo medio, tipo Telefónica o Telecom Italia, y algunos **emergentes de buen rating**, tipo Petroleos de Brasil, Pemex, o riesgos similares.

Síguenos: