

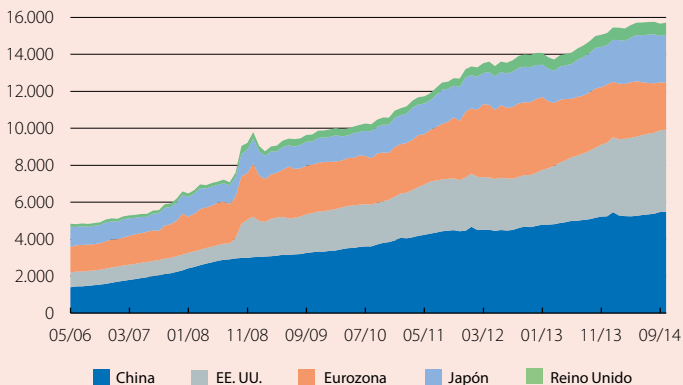
## 2015: la política monetaria sigue marcando el compás de los mercados financieros

La política monetaria ha tenido un papel muy importante en la evolución de los mercados financieros a lo largo de las últimas décadas. Tras el estallido de la crisis de 2007, esta influencia se hizo todavía más palpable si cabe: la estrategia monetaria extraordinariamente acomodaticia llevada a cabo al unísono por los principales bancos centrales permitió restablecer la liquidez a nivel global, lo que, a la postre, ha supuesto una palanca poderosa para la recuperación de los mercados. No es de extrañar, por tanto, que de cara a 2015 gran parte de la atención se centre en la actuación de las autoridades monetarias. Y se esperan novedades.

En efecto, como se explica en el artículo «Recuperación global en marcha, con el permiso de EE. UU. y de la eurozona» de este mismo Dossier, por primera vez en los últimos años las políticas monetarias de los principales bancos centrales presentarán, en 2015, divergencias importantes. Así, ante los signos de mejora de la actividad económica en sus respectivos países, se espera que tanto la Reserva Federal de EE. UU. como el Banco de Inglaterra inicien las primeras subidas de los tipos de interés rectores a lo largo de 2015, tras haber puesto fin en 2014 a las compras de activos. Este viraje de estrategia contrasta con el aumento de estímulos monetarios que han anunciado tanto el Banco Central Europeo como el Banco de Japón, ante las débiles perspectivas de sus economías. Por su parte, el banco central de China dará continuidad a su política de «ajuste fino», hoy por hoy sesgada hacia la laxitud pero lejos de la contundencia de sus homólogos occidentales. Este nuevo escenario monetario plantea interrogantes respecto a las condiciones de liquidez que imperarán en los mercados financieros globales: ¿serán más restrictivas?, ¿más laxas?, ¿mutarán en función del país y la clase de activo financiero? Las respuestas dependerán, principalmente, de dos factores: el volumen de las inyecciones de fondos que los distintos bancos centrales proporcionen al sistema (que cabe interpretar como la «liquidez oficial») y el grado de aversión al riesgo de los inversores (que resulta crucial para la fluidez de las transacciones privadas).

### Balance agregado de los principales bancos centrales

(Miles de millones de dólares)



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

Por lo que respecta al primer factor, las ambiciosas cifras de los nuevos programas de expansión cuantitativa que han anunciado el BCE y el Banco de Japón permiten proyectar un aumento notable en 2015 del tamaño del balance agregado de los cinco grandes bancos centrales antes citados. Es decir, se reanuda la tendencia al alza de dicha variable, que se había detenido en 2014 tras los fortísimos aumentos experimentados entre 2007 y 2013. En principio, esto supone que la laxitud en el sistema monetario global tendrá continuidad, aun cuando la Fed inicie las subidas de tipos. Pero más allá de la cuantía de esta expansión agregada, el cambio en la composición de los activos a través de los cuales se llevará a cabo hace pensar que las consecuencias serán diferenciadas entre los distintos mercados financieros. Un claro ejemplo es la evolución del mercado de cédulas hipotecarias europeo: el anuncio del BCE de incluirlas entre los activos elegibles para aumentar su balance ya ha elevado su cotización (y reducido la tasa de rentabilidad), a la vez que ha dinamizado el ritmo de emisiones de títulos. En sentido más amplio, es de esperar que la divergencia entre las políticas monetarias se refleje en todo el espectro de activos de renta fija. Así, en EE. UU., las expectativas de subidas del tipo oficial en un horizonte relativamente cercano, junto con el fin de la compra de deuda soberana estadounidense por parte de la Fed, presionarán al alza las tasas de rentabilidad (*yields*) de los títulos de deuda pública. Por ejemplo, según las previsiones de "la Caixa" Research, se espera que las *yields* de los bonos a dos años americanos aumenten alrededor de 130 puntos básicos el próximo año. Esta cifra supera claramente los 25 puntos de incremento previstos para el bono público alemán con el mismo vencimiento, en un contexto de mantenimiento de los tipos oficiales del BCE en niveles mínimos históricos y con expectativas de inflación europea todavía muy contenidas. Teniendo en cuenta que la deuda soberana de estos dos países actúa como *benchmark* libre de riesgo para el resto de activos de renta fija denominados en las respectivas monedas, es de esperar que ese diferencial se traslade a los bonos corporativos, los bonos de titulización, etc. (sin perjuicio de las correspondientes primas de riesgo que se mencionan más abajo). Los efectos no se detienen ahí. Esa variación del diferencial de rentabilidades entre los activos a uno y otro lado del Atlántico influye de forma muy directa sobre la cotización relativa de sus divisas. La explicación es sencilla. El mayor retorno ofrecido por los activos estadounidenses atraerá nuevos flujos de capitales hacia los títulos denominados en dólares, presionando al alza el valor de la moneda con respecto al euro. En línea con este argumento, el dólar ya ha registrado un

claro fortalecimiento en los últimos meses, pasando a cotizar de 1,37 dólares por euro a cerca de 1,25. Las perspectivas a medio plazo prolongan esta tendencia de apreciación del dólar, aunque será mucho más contenida, situándose cerca de los 1,20 dólares por euro a medio plazo.

Hoy por hoy, el mapa de riesgos macroeconómicos indica que es más probable que las pautas descritas para tipos de interés y tipo de cambio se acentúen en lugar de atenuarse. Por un lado, en EE. UU. acecha la amenaza de un aumento de las presiones inflacionistas, lo que podría obligar a un repliegue más acelerado de los estímulos monetarios de la Fed. Por otro, la eurozona corre el riesgo de seguir perdiendo pulso y sufriendo presiones deflacionistas, ante lo cual el BCE podría redoblar los esfuerzos acomodaticios durante un periodo más prolongado de lo esperado. En ambas circunstancias, el diferencial de rentabilidad entre los activos denominados en las distintas monedas se ampliaría, lo que aumentaría las presiones sobre la cotización al alza del dólar y pondría a prueba la disposición de la Fed de permitir un mayor deterioro de la competitividad exterior de la economía estadounidense.

Las perspectivas para los activos de riesgo dependen, básicamente, de la interacción entre las condiciones de liquidez, la aversión al riesgo y las variables fundamentales propias de cada tipo de activo (los beneficios en el caso de las acciones, la solidez de los balances empresariales en el de los bonos corporativos, la situación de las finanzas públicas en los bonos soberanos emergentes, etc.). Tal interacción, siempre compleja, lo es para 2015 particularmente. En un mundo financiero cada vez más interconectado y con menos restricciones a la movilidad de capitales, las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales tienen consecuencias más allá de sus fronteras, y pueden ser muy intensas. La disposición de los inversores a afrontar riesgos desempeña un papel muy importante en este proceso de transmisión. De cara a 2015, diversos interrogantes que se ciernen sobre el escenario futuro podrían deteriorar la confianza de los inversores y provocar la búsqueda de refugio en los activos considerados más seguros, lo que a su vez desembocaría en episodios de tensiones en los mercados financieros con mayor riesgo asociado. Un claro ejemplo de ello fueron los vaivenes financieros de la primavera de 2013. En aquel momento, el temor a un cese de los estímulos cuantitativos de la Fed más temprano de lo previsto provocó importantes huidas de capitales de los países emergentes, lo que generó intensas correcciones en las cotizaciones de los activos así como la depreciación de sus divisas. A pesar de que no se descartan nuevos episodios de repunte de la volatilidad de cara a 2015 (cuyos desencadenantes podrían proceder de la estrategia de normalización monetaria, del ciclo económico, o de los conflictos geopolíticos), esperamos que las repercusiones sobre los mercados emergentes sean mucho menores que las registradas en aquel episodio. Los motivos de esta mayor estabilidad son fundamentalmente dos. El primero es que las turbulencias de 2013 pusieron sobre aviso a los inversores que, al ponderar ahora mejor el riesgo adoptado, deberían reaccionar con menos virulencia ante episodios de salidas de capital. El segundo radica en los esfuerzos de corrección de los desequilibrios, tanto internos como externos, de un extenso número de países en desarrollo (con casos sobresalientes como la India), lo que ha acotado los focos de riesgo a unos pocos (como Rusia, Brasil o Turquía).

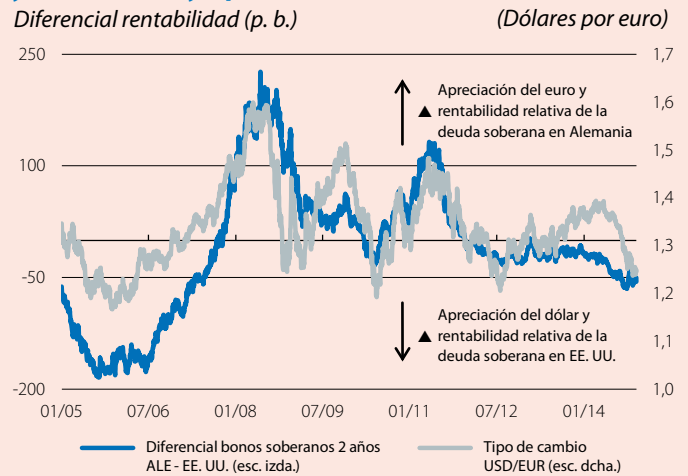
Como se ha observado en el reciente episodio de tensiones financieras de octubre, los mercados bursátiles también se ven intensamente afectados por los vaivenes de la aversión al riesgo de los inversores. En este caso, no se descartan nuevos episodios de volatilidad en los parqués a medida que se desvelen los interrogantes que envuelven la estrategia monetaria de 2015. De todas formas, el contexto de recuperación económica debería de apoyar, en líneas generales, nuevos avances en las cotizaciones de renta variable. En un horizonte a medio plazo, las perspectivas de revalorización parecen más favorables en los parqués europeos donde no se descartan sorpresas positivas en la generación de beneficios en los próximos trimestres.

En conclusión, las importantes decisiones monetarias que se tomarán en 2015 determinarán, en buena parte, la evolución de los mercados financieros globales. En este contexto, es preciso que los bancos centrales adopten una estrategia de normalización ordenada, acompañada de una comunicación precisa que disipe las posibles dudas que surjan por el camino. Solo de este modo se podrá garantizar la estabilidad financiera global.

Joan Daniel Pina

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

## Rentabilidad de la deuda soberana en EE. UU. y la eurozona y tipo de cambio euro-dólar



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