

# La actuación de los bancos centrales, un obstáculo para los maltrechos mercados

Gilles SEURAT, Gestor de fondos de renta fija & de cross assets, La Française AM

Para los inversores, el 2022 está dejando un sabor muy amargo, con la mayoría de las clases de activos en rojo. La renta variable ha sufrido, con los índices europeos en -10%. Los únicos sectores de la renta variable que se han mantenido a flote son el de los recursos básicos y el de energía, que se han beneficiado de la drástica subida de los precios de las materias primas.

Sin embargo, el mayor perjudicado es el mercado de renta fija, que sigue sufriendo debido al aumento de las yields de los bonos core (bund alemán a 10 años +76bps, bono del Tesoro estadounidense a 10 años +96bps) y a la ampliación de los spreads (Investment Grade denominado en euros +42bps, High Yield en euros +92bps, BTFS italiano +17bps, deuda de mercados emergentes +9bps, etc.). En consecuencia, el índice Euro Aggregate se sitúa en un -5,42% en lo que va de año. Para los inversores en renta variable, acostumbrados a las caídas de dos dígitos, estas pérdidas pueden parecer controladas. Pero para los inversores en renta fija, 2022 es el peor año de la historia. (Fuente: Bloomberg, a 25/03/2022)

Los dos culpables del comportamiento de los mercados de renta fija son Vladimir Putin, cuya guerra en Ucrania ha hundido el sentimiento de los inversores, y los bancos centrales, concretamente la Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE), que han adoptado una postura más dura en su guerra contra la inflación. La preocupación asociada a la guerra entre Rusia y Ucrania ha deteriorado el sentimiento de los inversores, ya que los mercados anticipan revisiones a la baja del crecimiento y la paralización de los proyectos de inversión. Ya podemos observar los efectos negativos en la demanda de préstamos al consumo y en la actividad de compra de viviendas, por ejemplo, en Francia.

El objetivo principal de la política de los bancos centrales ha sido y seguirá siendo la estabilidad de los precios. Sin embargo, hasta cierto punto, la Fed es una excepción, ya que tiene un doble mandato implícito que incluye el mantenimiento de una tasa de desempleo baja. Sin embargo, este segundo objetivo es claramente secundario en relación con la estabilidad de los precios. Aunque el BCE y la Fed no tienen la misma tolerancia con respecto a las presiones sobre los precios, ambos actúan cuando lo consideran necesario, incluso de forma enérgica, como lo hizo la Fed presidida por Paul Volcker a principios de los años 80, o el BCE liderado por Jean-Claude Trichet en la década de 2000.

Sin embargo, en los últimos diez años, la inflación ha sido muy baja y los bancos centrales no han tenido motivos para aplicar medidas restrictivas. Más bien al contrario. Hubo una fuerte presión política para flexibilizar la política monetaria. Recordemos las exigencias del expresidente Trump de bajar los tipos ya en 2019.

Pero ahora, con la inflación disparada máximos de 40 años, la presión política ha cambiado drásticamente. Los gobiernos han declarado que la inflación es el peor de los males, y los bancos centrales están cansados de no endurecer lo suficiente su política monetaria. Por ello, los bancos centrales se apresuran a abandonar los programas de flexibilización cuantitativa y a iniciar un ciclo de subidas que debería haber comenzado previamente. A efectos de referencia, la regla de Taylor prescribe un valor actual para el tipo de los fondos federales de EE. UU. de alrededor del 10%, la estimación más alta desde la década de los 80 y ¡muy lejos del valor actual! Hay que considerar que la regla de Taylor tiene en cuenta los fundamentales económicos, como la tasa de desempleo y la inflación subyacente, que hoy se encuentran en extremos históricos. La misma herramienta (regla de Taylor) puede aplicarse en la eurozona, en cuyo caso el tipo de interés previsto es del 7%. En definitiva, el camino más sencillo sigue siendo el de optar por una subida de tipos.

Desafortunadamente, la guerra en Ucrania ha acelerado el aumento de la inflación. De hecho, Rusia es un importante exportador de petróleo (10% de la producción mundial, fuente Reuters), y la guerra ha puesto los precios por las nubes. Lo mismo puede decirse de muchas otras materias primas, como el trigo, del que tanto Ucrania como Rusia son grandes productores (8% y 18% de las exportaciones mundiales, respectivamente, fuente UN Comtrade). Se prevé que la guerra ralentice el crecimiento en Europa en un 1,4% y en los países miembros de la OCDE en un 1%, lo que no es lo suficientemente significativo como para justificar un giro en la política. En este contexto, las actuaciones de los bancos centrales son un obstáculo, más que un apoyo, para los maltrechos mercados financieros.

Para los inversores, la conocida "Fed Put", que se refiere a la política de flexibilización de la Fed cuando los temores de recesión hacen que los mercados de valores se desplomen, ya no es una posibilidad real; o al menos no hasta que los mercados empiecen a descontar un fuerte descenso de la demanda por una recesión, en cuyo caso, el precio de ejercicio de la "Fed Put" sería mucho menor.

¿Qué significa este contexto para los mercados financieros? ¿Qué significa para el comportamiento de los activos en los próximos meses? Creemos que los mercados seguirán descontando un número significativo de subidas de tipos durante los próximos doce meses. Dicho esto, no esperamos que el extremo largo de la curva de la yield aumente de forma significativa, ya que las tendencias a largo plazo siguen prevaleciendo: la elevada deuda, el bajo crecimiento de la población y la digitalización tienen un impacto negativo en el crecimiento nominal a largo plazo y, por tanto, en las yields a largo plazo. Esto explica por qué las curvas de yield deberían seguir aplanándose en los mercados desarrollados.

En términos geográficos, consideramos que las yields de los bonos de la zona euro son más vulnerables a un aumento de los tipos de interés que las yields de los bonos estadounidenses. De hecho, la inflación de la zona euro es más sensible a Rusia debido a su dependencia del suministro de gas natural ruso. Por lo tanto, las sorpresas al alza de la inflación son más plausibles que en Estados Unidos. Si, como esperamos, las yields suben más en la Eurozona que en EE. UU., el euro debería apreciarse frente al dólar. Además, el sentimiento de los inversores es bastante pesimista en cuanto al euro, por lo que la liquidación de las posiciones cortas también debería contribuir al aumento de la paridad.

**DOCUMENTO CON FINES INFORMATIVOS. ESTE DOCUMENTO ESTÁ DESTINADO A INVERSORES NO PROFESIONALES SEGÚN LA DEFINICIÓN DE LA LEY MIFID.** La información contenida en este documento se proporciona únicamente con fines informativos y no constituye en ningún caso una oferta o invitación a invertir, un asesoramiento en materia de inversión o una recomendación relativa a ninguna inversión específica. Las informaciones, opiniones y cifras concretas que se facilitan se consideran fundadas o exactas en la fecha en que se elaboraron, sobre la base de las condiciones económicas, financieras y bursátiles actuales, y reflejan las opiniones actuales del Grupo La Française sobre los mercados y las tendencias del mercado. No tienen valor contractual y están sujetas a cambios, y pueden diferir de las opiniones de otros profesionales de la gestión. Tenga en cuenta que los resultados pasados no garantizan los resultados futuros y que el nivel de rendimiento no es constante a lo largo del tiempo. Publicado por La Française AM FINANCE Services, con domicilio social en 128, boulevard Raspail, 75006 París, Francia, y que está autorizada como proveedor de servicios de inversión por la ACPR con el nº. 18673. La Française Asset Management es una sociedad de gestión autorizada por la AMF con el núm. GP97076 el 1 de julio de 1997.