

Giro de timón de los bancos centrales hacia la anormalidad monetaria

El 'Brexit' ha obligado a las instituciones a redibujar su política monetaria, algo que podría llevar a la Fed a retrasar una nueva subida de tipos, como mínimo, hasta 2017

Una semana después de la votación a favor del Brexit, la calma chicha ha dominado los mercados financieros mundiales. Un vaivén que, a día de hoy, mantiene a flote la rentabilidad acumulada por el Dow Jones y el S&P 500 en lo que llevamos de año alejando así catástrofes navieras similares al Titanic. Al menos, de momento. Los inversores han atado cabos alrededor de activos refugio, como el yen o el oro, pero también se han zambullido de nuevo en la marea del riesgo, como bien pudimos apreciar en las tres últimas sesiones bursátiles del mes de junio. Sin embargo, en el inmenso océano monetario, los cuadernos de bitácora de los capitanes al timón de los distintos bancos centrales mundiales reflejan de nuevo una ruta donde la normalización en sus políticas se postula como una odisea confusa para el mercado.

"Hasta la semana pasada, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal presentaban una política monetaria similar, orientada hacia la normalización, mientras el Banco Central Europeo y el Banco de Japón optan por estímulos agresivos", señala Rebecca Patterson, directora de inversiones de Bessemer Trust, en Nueva York. Dicho esto, tras el resultado del referéndum británico, el banco central estadounidense ha visto cómo uno de sus principales socios en la hazaña por encarecer el precio del dinero se ha visto obligado a virar bruscamente su estrategia ante el inminente tsunami que se avecina. "Si no fuera por la incertidumbre y el impacto que tendrá este divorcio en la economía inglesa, el Banco de Inglaterra estaría pensando ya en subir tipos de interés y descontando una libra más fuerte en sintonía con la Fed", coincide en afirmar Erik Norland, economista y director ejecutivo de CME Group en Chicago. Nada más lejos de la realidad. Mark Carney, el gobernador del Banco de Inglaterra, telegrafió el jueves que una rebaja de tipos de interés en el país, actualmente en el 0.5 por ciento, podría producirse "en verano", al tiempo que asesorará los daños económicos derivados del favor popular a un Brexit en la próxima reunión del Comité de Política Monetaria del 14 julio.

En estos momentos, los fareros que vigilan atentamente la ruta del Banco de Inglaterra atisban una primera rebaja de tipos de 25 puntos básicos que eventualmente podría sucederse con otra similar que dejaría los tipos en el 0 por ciento. "No damos por hecho esta opción y dudamos mucho de que Carney se arriesgue a llevar los tipos de interés a terreno negativo, como ocurre con el Banco de Japón o el Banco Central Europeo", sentencia Howard Archer, economista jefe para Reino Unido de la consultora IHS Global Insight. No debemos olvidar que el gobernador del banco central inglés ya ha costado otras crisis, como la financiera de 2008, aunque en aquella ocasión al frente del Banco de Canadá, y es consciente de los efectos secundarios derivados de políticas experimentales como las que aplican Haruhiko Kuroda, quien podría mover ficha de nuevo este mes, y Mario Draghi, quien se mantiene a la espera de los acontecimientos. "Como hemos visto en otros lugares, si los tipos de interés son demasiado bajos, o incluso negativos, el impacto en la rentabilidad de la banca puede acabar por reducir la disposición de crédito o, incluso, incrementar su coste", reconocía el propio Carney en una semana donde el Brexit coincidía con la noticia de que al cierre del pasado 27 de junio, un total de 11.7 billones de dólares en bonos soberanos contaban con una rentabilidad negativa, un incremento de 1.3 billones de dólares con respecto a finales del mes de mayo.

La agencia de calificación **Fitch** manifestó que la preocupación por la atonía de la demanda global, así como el susto suscitado por el resultado del referéndum británico hizo que los inversores incrementasen su demanda por deuda soberana de alta calidad. Una dinámica demostrada por la reacción inmediata a las palabras de Carney el jueves, que no sólo llevaron la rentabilidad del bono británico a 10 años, comúnmente conocido como gilt, hasta un mínimo histórico de 0.881 por ciento, sino que hundieron a la del bund alemán hasta un nuevo récord negativo del -0.135 por ciento.

Esta situación también se dejó notar en el sector financiero a ambos lados del Atlántico, donde el Brexit es sólo la punta del iceberg a un entorno de baja rentabilidad, incremento de regulación y una política monetaria excesivamente acomodaticia. Durante una conferencia telefónica con clientes mantenida el pasado miércoles, Mark Zandi, economista jefe de **Moody's Analytics**, consideró que el impacto económico del Brexit llevará a Reino Unido "a una recesión a finales de este año" ya que el país se convertirá a partir de ahora en una "ratonera". Al mismo tiempo estimó que el impacto en la eurozona será negativo, pero "modesto", en línea con las previsiones barajadas por Draghi, y las repercusiones entre los países emergentes dependerán de las condiciones financieras de estos, con un mayor impacto en Brasil, Turquía o Sudáfrica que en el resto.

Aún así, en el caso de Canadá o EEUU las repercusiones negativas son "marginales" sin "cambios significativos en las previsiones".

"Hasta ahora las consecuencias han sido muy modestas", asertó, alejándose de mensajes más agoreros como los del multimillonario inversor, George Soros. Al fin y al cabo, según el mensaje que Bruce Kasman, economista jefe de JP Morgan, lanzaba a sus clientes a comienzos de semana, "Reino Unido ha elegido un momento apropiado para elegir su salida". Desde su parecer, aunque la economía global ha ofrecido un crecimiento decepcionante durante los últimos años, éste ha demostrado su resistencia a un buen número de shocks en los últimos 6 años. "Nuestras previsiones indican que el Brexit borrarán un 0.2 por ciento al crecimiento global, lo que supone la continuidad de un comportamiento decepcionante, pero resistente", determinó Kasman en su diagnóstico.

El impacto a corto plazo de lo que ocurra con el posible divorcio entre Reino Unido y la UE sólo tiene peligro de contagiar a la economía de EEUU y entorpecer los planes de la Fed si se produjera una hecatombe bursátil o un encarecimiento consistente del dólar en las próximas semanas.

"Estimamos que una corrección del 10 por ciento en la renta variable borraría un 0.2 por ciento del PIB estadounidense, sin olvidar las propias estimaciones de la Fed que considera que un rally del 10 por ciento en el dólar representaría un viento en contra del 0.4 por ciento para el crecimiento", especifica la directora de inversiones de Bessemer Trust. En Washington -el buque que dicta la política monetaria del país- Janet Yellen y sus camaradas ofrecían sosiego a los inversores al asegurar que el banco central estadounidense "monitorea" los acontecimientos en cooperación con sus homólogos en el resto del mundo y "está preparado para inyectar liquidez en caso de necesidad". Coordinadas que hacen pensar al mercado que en la soledad de su camarote, la capitana de la Fed no subirá tipos, por lo menos, hasta diciembre.

El indicador FedWatch de la CME estima que un 85.6 por ciento de los operadores considera que los tipos seguirán moviéndose entre la brecha del 0.25 y el 0.50 más allá de la reunión del Comité Federal de Mercados Abiertos (FOMC) prevista para el 1 de febrero de 2017. Bloomberg retrasaba la subida hasta finales de 2018. Pero, con una economía que en el primer trimestre del año creció a un 1.1 por ciento y que despedía el segundo trimestre a un ritmo de crucero del 2.7 por ciento, según las proyecciones de la Fed de Atlanta y su GDPNow, el faro que guía a la Fed deslumbraba hasta hace no mucho con una subida de tipos inminente.

La recámara de la Fed, llena

Yellen y su predecesor, Ben Bernanke, fueron los primeros en recurrir a una descomunal compra de bonos del Tesoro y activos respaldados por hipotecas, como salvavidas tras el maremoto generado por la crisis de las hipotecas basura y el hundimiento de Lehman Brothers. Tres rondas de compras y un intercambio de bonos a medio plazo por deuda a largo, -es decir, una operación a ritmo de twist- sirvieron para lograr máximos históricos en la renta variable, agasajar a las compañías con vías para recomprar títulos propios, además de rebajar la tasa de paro hasta el 4.7 por ciento. Al mismo tiempo, llenaron la recámara de la Fed con más de 4.5 billones de activos. mientras la política monetaria permaneció en niveles históricamente bajos, entre el 0 y el 0.25 por ciento hasta el pasado 16 de diciembre.

Pero, con dicho arsenal por bandera, la Fed no ha sido capaz de soltar amarras y permitir una nueva subida de tipos desde entonces. Las referencias a la volatilidad generada por China a comienzos de año y la reciente decisión del pueblo británico sirven de excusa en el frente internacional, pero, domésticamente, hablando, "los datos recientes muestran síntomas de un estancamiento secular", expone Joseph Lavorgna, economista jefe en EEUU de Deutsche Bank. "El crecimiento real del PIB se ha desacelerado aumentando el riesgo de que la brecha en la productividad no pueda cerrarse antes de la próxima recesión, un hecho casi sin precedentes desde la II Guerra Mundial", avisa. Este experto y su equipo parecen subirse al yate de Larry Summers, exsecretario del Tesoro de EEUU. "La hipótesis sobre un estancamiento secular sigue ganando tracción y la revisión a la baja del dot plot en junio sugiere que el optimismo en el seno de la propia Fed se ha erosionado", asegura.

Una nueva era de tipos cero

Un pesimismo evidente si tenemos en cuenta que el FOMC rebajó en tres décimas su objetivo para los tipos de interés en 2017, hasta el 1.6 por ciento y en seis décimas para 2018, hasta el 2.4 por ciento, lejos de los niveles medios registrados en la década de los 90 o el 4.25 por ciento estimado sólo hace cuatro años. La propia Yellen se vió obligada a reconocer en su conferencia de prensa del pasado 16 de junio que "existen efectos de larga duración y factores persistentes que podrían estar lastrando los niveles a largo plazo" de lo que la Fed define como tipos de interés neutros. "Todos vemos una tendencia a la baja a largo plazo, mientras los factores que causan esto no desaparecen", dijo.

Una situación que se ve entorpecida fuera de las fronteras estadounidenses por el giro monetario de último minuto que tendrá que tomar el Banco de Inglaterra para hacer frente al Brexit, al maniobrar hacia el puerto donde están encallados el Banco de

Japón y el Banco Central Europeo. Además, Yellen es presa de las circunstancias en un momento en que su tripulación tampoco puede permitirse una normalización al uso, si tenemos en cuenta los niveles de apalancamiento mundial, especialmente el emitido en dólares. "Una Fed más acomodaticia supone un soplo de aire fresco para muchos bancos centrales emergentes, dando margen para retrasar sus propias subidas o incrementar sus estímulos monetarios", reconoce el economista jefe de JP Morgan. Algo que, por otro lado, entorpece la labor del Banco de Japón, ante la continua escalada del yen y, en menor escala, también al BCE.

Un escenario donde la respiración asistida de las políticas monetarias sigue siendo el mástil que apoya la economía global, al tiempo que las políticas fiscales y las inversiones continúan sin izar velas en una recuperación por muchos tachada como aséptica y artificial. "Más allá del Brexit, creemos que hay muchas razones para ser cautos con la renta variable de EEUU, dada la multitud de riesgos que no están descontados", alertaba esta semana a sus clientes la estrategia global de Bank of America Merrill Lynch, Savita Subramanian.

En su lista de riesgos se incluyen una posible corrección en los precios del petróleo, el deterioro del crédito, las elecciones presidenciales en Estados Unidos e, incluso, la posibilidad de que la Fed acabe por subir tipos este año.