

Paisaje después de la batalla

Por José Ramón Díez Guijarro

Las dos últimas semanas han servido para terminar de clarificar el escenario monetario que nos espera para los próximos meses. Los discursos en Sintra (el Jackson Hole europeo) de Draghi y las señales transmitidas por la [FED](#) tras su última reunión, han despejado las últimas dudas sobre la estrategia de los bancos centrales en el corto plazo. Bajo el mantra de “don’t fight the central banks” se ha producido un desplazamiento de las curvas de tipos de interés que ha situado en zona de rentabilidad negativa a bonos por valor de 12,5 billones de dólares; en el caso de los bonos soberanos de la UEM, supone casi el 60% de las referencias vivas (73% descontando la deuda italiana). A su vez, se han revisado a la baja las perspectivas de política monetaria de los principales bancos centrales y, ahora, se descuentan tres bajadas de tipos en EEUU para este año, comenzando en julio (la probabilidad que asigna el mercado a este evento es de casi el 100%), mientras que para la UEM se esperan sendas bajadas de 10 puntos básicos en la facilidad de depósito en septiembre de este año y en febrero/marzo de 2020. Esta relajación de las [condiciones financieras globales](#) también ha beneficiado a los mercados de valores, lo que ha supuesto el retorno de los índices americanos a la zona de máximos históricos. El resultado es que, prácticamente, todas las categorías de activos han vuelto a rentabilidades positivas en una lectura anual. Como ejemplo de la búsqueda desesperada de *carry*, esta semana el tesoro austriaco emitía un bono a 100 años con una rentabilidad del 1,171%, recibiendo una elevada demanda (5.300 millones de euros).

Se pueden dar muchas vueltas a las razones que han propiciado este drástico cambio en el *forward guidance* de los bancos centrales, pero, con datos en la mano, la única razón que explica un tono mucho más *dovish* ha sido la importante corrección en las expectativas de inflación descontadas por los mercados financieros. Los inversores esperan que dentro de 5 años los precios sólo suban en la eurozona algo más de un 1% en un horizonte temporal de 5 años y esos niveles son inferiores a los de 2016, cuando el [BCE](#) extrajo de la caja de herramientas hasta la última llave inglesa a su disposición. En el caso de la FED, al descenso de las expectativas de inflación se han unido las dudas sobre el comportamiento de la economía a corto plazo (aunque las alertas recesivas no están todavía activadas de forma concluyente) y, teniendo en cuenta la filosofía del banco central americano de que es mejor prevenir que curar, eso puede significar bajadas preventivas, como anticipan ya 7 miembros del FOMC. Lo raro es que el mercado descuenta que un movimiento preventivo de bajada de tipos se puede iniciar con un recorte de 50 puntos básicos, como se ha llegado a cotizar en algún momento de las últimas semanas.

Es decir, los mercados están anticipando el mejor de los escenarios posibles. Las bajadas, aunque preventivas, van a ser rápidas e intensas, no se producirá una caída de la actividad y la flexibilización de las condiciones financieras será suficiente para cumplir las estimaciones de beneficios implícitas en los precios

de las acciones. Es decir, confianza extrema en que los bancos centrales serán capaces de compensar todos los riesgos del escenario y, por tanto, de mantener a flote el ciclo de actividad.

Una vez que los inversores han interiorizado este escenario, con los mercados cercanos al punto de ebullición, los bancos centrales se encuentran entre la espada y la pared, con la sensación de que no pueden decepcionar en sus próximos movimientos. Por tanto, la put Draghi/Powell está activada y, en el caso del banquero central italiano, parece que intentando dejar bien atado el futuro de la política monetaria ante su próxima sucesión. La parte menos positiva, desde el punto de visto de los bancos centrales, es el aumento de la inestabilidad financiera y la sensación de ansiedad que han provocado sus últimos movimientos que, como nos recuerda la RAE, es un estado de agitación, inquietud o zozobra del ánimo. Nada bueno para las expectativas de los agentes.