



La cicatriz.

Uno de los papeles más difíciles en estos momentos lo tienen, sin lugar a duda, los banqueros centrales. Y especialmente, Christine Lagarde, gobernadora del Banco Central Europeo.

Una cosa, es hacer política monetaria expansiva con un régimen de inflación ultra bajo. Y otra bien distinta, ejecutarla en un momento de inflaciones disparadas, sabiendo que han cambiado todas las reglas del juego, y en los próximos años no volveremos a ver esos niveles. A esta dificultad, añádele una pandemia y una guerra en Ucrania. En otro artículo ya escribimos sobre el nuevo régimen de inflación, intermedio entre el régimen previo a la crisis financiera de 2008 y el ultra bajo desde la crisis financiera hasta la pandemia.

En nuestra opinión, la respuesta a esta situación va a ser muy distinta por parte de la Reserva Federal y del BCE. La Reserva Federal va a mantener la línea preestablecida. No creemos que el debate importante sea si este año suben cinco o siete veces. Parece claro que en dos años estará en niveles del 2% y ahí tendremos un debate fundamental sobre si tendremos más subidas añadidas. En la actualidad, el tema fundamental de discusión, en nuestra opinión, es como y cuando se va a realizar la reducción del balance. Durante la pandemia el balance ha pasado de \$4.2 trn. A \$9 trn y se discute la posibilidad de reducirlo en \$4trn. Todos tenemos en la memoria las consecuencias, en los mercados financieros, que tuvo en 2018 una mera reducción de \$0.5 trn.. Creemos que esta reducción de balance debería comenzar en septiembre mejor que en verano, al disponer los mercados de una mayor profundidad y liquidez.

Pero sin lugar a duda, el papel más complicado lo tiene el BCE con una situación diferente de empleo y una guerra en su patio trasero. Pese a que la interpretación del mercado de la reunión del jueves ha sido bastante "hawkish", descontando más de cuatro subidas de 10 pb en lo que queda de año, pensamos que ha sido exagerada y el BCE no tocará tipos este año, o a lo sumo, una subida de 0.10 en diciembre.

En lo relativo a las compras de activos es cierto que reafirmó la finalización del PEPP (programa de compras creado como respuesta a la pandemia) para este mes, dejando las reinversiones de cupones y vencimientos hasta 2024, con flexibilidad en cuanto a los activos a comprar. Este aspecto es fundamental para luchar contra la fragmentación de los mercados de deuda

y apoyar a los países periféricos. Y respecto al APP (programa de compras indefinido), parece adelantar su finalización a junio. Pero esto último pendiente de la evolución de los datos. En este apartado de política monetaria seguimos creyendo que se establecerá, tomando como ejemplos la pandemia y la guerra, un programa de emergencia que pueda ser utilizado en caso de crisis. Una forma fina de mandar un aviso a navegantes, hedge funds.... en caso de ataques a la deuda europea o periférica.

Nuestra mayor discrepancia con la interpretación "hawkish" del mercado viene por el lado de los tipos y las inyecciones monetarias. Ello es debido a tres motivos fundamentales:

El primero es de carácter histórico, y tiene que ver con la crisis financiera y la gran cicatriz que dejó en el BCE. En 2008, el BCE del señor Trichet hizo una política monetaria restrictiva con subidas de tipos y sin realizar compras de activos. En un entorno de guerra mundial de divisas, y con la Reserva Federal y el Banco de Japón realizando política monetaria expansiva, esa política llevó al € a niveles de 1.60 siendo devastador para la economía europea durante años. Hasta que el BCE del señor Draghi, con la excusa de la crisis periférica, realizó una política monetaria expansiva depreciando el € y ayudando a salir a Europa de la crisis vía exportaciones, situando a la zona euro con una balanza por cuenta corriente positiva superior al 3% sobre PIB. Todo ello, se le ha recordado al BCE durante los últimos años y es claramente una cicatriz no cerrada en su piel, causa por la que no va a dejar que le acusen de acabar con la recuperación al precipitarse.

El segundo se refiere a una de las principales preocupaciones del BCE, la fragmentación. Al ser la zona euro un mercado único, le preocupa mucho la fragmentación en la financiación. Lo que es esa no fragmentación en la deuda pública y en la financiación de las grandes compañías mediante emisiones de bonos en mercados de capitales lo controla mediante los programas de compras de activo. De ahí la importancia de la aprobación de un fondo de emergencias. Pero la no fragmentación en cuanto a la financiación de las PYMES la controla mediante tipos e inyecciones monetarias. Por ello, va a ser bastante laxo en estas herramientas de política monetaria. Es fundamental que en un mercado único una pyme española o italiana sea capaz de financiarse en igualdad de condiciones que una alemana o francesa.

El tercer motivo es la guerra. Parece complicado saber en los próximos meses cuales van a ser las repercusiones, en cuanto al crecimiento y la actividad económica, de la guerra y la subsiguiente avalancha de sanciones.

Por todo ello, pensamos que el mercado está descontando en exceso subidas de tipos en Europa. Lo que daría lugar a poder tomar posiciones en renta fija privada a corto plazo. En este activo, una cartera conservadora con una duración de un año y rating BBB te puede ofrecer una TIR superior al 0.50% (hace tres meses daba tir negativa), y una cartera con más beta y una duración de 2.5 años tires cercanas al 5%. Al mismo tiempo, esta divergencia

de actuaciones por parte de los bancos centrales debería apuntalar al \$, con lo que aprovecharíamos situaciones por encima de 1.13 para tomar posiciones.



Welcome AM

917 829 206

info@wamiberia.com

Paseo de la Castellana 110, 4ª planta, 28046, Madrid.

“Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo.